

# Practical Speculation

---

VICTOR NIEDERHOFFER  
LAUREL KENNER



**John Wiley & Sons, Inc.**

# Практика биржевых спекуляций

---

**ВИКТОР НИДЕРХОФФЕР  
ЛОРЕЛ КЕННЕР**

*Перевод с английского*

альпина  публишер

Москва

2003

УДК 336.761  
ББК 262.2  
Н60

Книга издана при содействии компании PIO GLOBAL

Научный редактор А. Дзюра  
Перевод А. Лисовского

**Нидерхоффер Виктор, Кеннер Лорел**

Н 60 Практика биржевых спекуляций/Пер. с англ. — М.: Альпина Паблишер, 2003. — 560 с.  
ISBN 5-94599-089-2

В сфере инвестиций, как и в жизни, вопрос заключается не в том, окажетесь ли вы в «нокдауне», а в том, когда это случится и сумеете ли вы после этого подняться и продолжить бой. Риск потерпеть поражение — неотъемлемая сторона человеческого опыта, которая особенно ярко проявляется на финансовых рынках, где спекуляция — готовность принять коммерческий риск — доминирует.

В «Практике биржевых спекуляций» авторы исследуют основы мифов, дезинформации и пропаганды, которыми ежедневно бомбардируют инвесторов все средства массовой информации. Суеверия, попытки применить прошлый опыт к уже изменившейся ситуации, повторяющиеся снова и снова «бабушкины сказки» — все это разоблачается в книге. После того как опровергнуты заблуждения относительно рынка, авторы предлагают противоядие — научный метод, который позволяет оценить реальную вероятность получения прибыли.

Книга адресована прежде всего трейдерам, инвесторам, аналитикам и другим специалистам в области финансов, но будет интересна и широкой аудитории.

**УДК 336.761  
ББК 262.2**

*Все права защищены. Любая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.*

Copyright © 2003 by Victor Niederhoffer and Laurel Kenner. All rights reserved.

© First published by John Wiley & Sons, Inc., 2003

© Альпина Паблишер, перевод, оформление, 2003

ISBN 5-94599-689-2 (рус.)  
ISBN 6-471-44366-9 (англ.)

# Оглавление

<b>Благодарности</b>	7
<b>Введение. Похитители надежды</b>	11
<b>Часть 1: Мамбо-Джамбо и Лунный свет</b>	41
1 Мем	43
2 Пропаганда прибыли	71
3 Головы Гидры технического анализа	115
4 Культ медведя	181
5 «Мы — номер один» обычно означает «это ненадолго»	209
6 Бенджамин Грэм, мифический герой рынка	259
7 Экстренное сообщение: компьютер пишет статьи о фондовом рынке!	271
<b>Часть 2: Практическая биржевая игра</b>	283
8 Как избежать псевдокорреляций	291
9 Будущее доходов	319
10 Периодическая система инвестиций	335
11 Когда они замахиваются, чтобы перебить через все поле, мы бежим к выходам	361
12 Рост или обвал?	379
13 Термодинамика рынка	405
14 Практические уроки торговли с теннисного корта	431
15 Искусство переговоров для достижения преимущества	447
16 Дружелюбный идиот во времена биотехнологической революции	461
17 Корпоративные мошенники	479
18 Финал	519
<b>Послесловие</b>	555

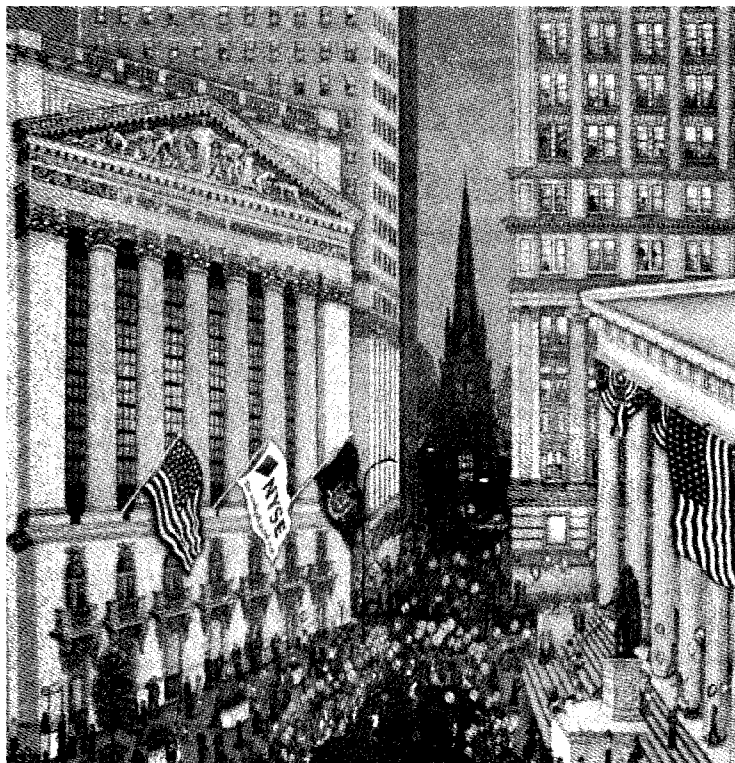


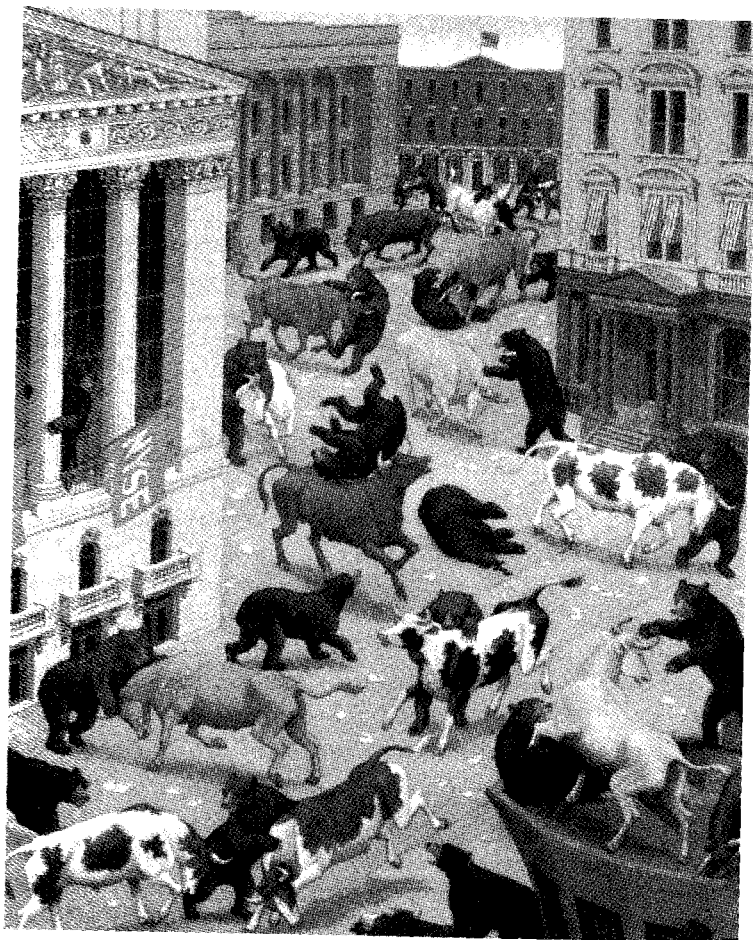
Иллюстрация из книги Кэти Якобсен «Мой Нью-Йорк» (My New York). ©1993 by Kathy Jakobsen. Публикуется с разрешения Little, Brown and Company (Inc.)

# Благодарности

Эта книга была написана на передовой. Большинство идей подверглись не только безжалостной оценке самого рынка, но и критике, часто испепеляющей, читателей наших статей в CNBC Money, на worldlyinvestor.com и thestreet.com.

Тех, кто помогал нам завершить написание книги посреди ежедневных баталий, довольно много. Практически все, что есть в этой книге, просмотрел Джон Маркман, редактор CNBC Money. Памела ван Гиссен, редактор издательства John Wiley & Sons, вдохновившая нас на написание этой книги, работала над ней вместе с нами на протяжении всех версий.

Наши мысли оттачивались и получали развитие в результате их ежедневных обсуждений в рамках Speculators' List группой выдающихся людей, которые читали и спонсировали наши статьи, а потом приняли наше предложение присоединиться к философскому форуму в духе «Тайного союза» Бена Франклина. Мы глубоко признательны Джеймсу Голдкампфу, который составлял вместе с нами этот список. Все начиналось с 10 человек. Теперь в Speculators' List входит более чем 150 экспертов по различным вопросам, объединенных общим интересом к рынку, статистическому анализу и взаимовыгодной дискуссии. Д-р Бретт Стинбаргер, чьи идеи вы встретите в этой книге, был одним из первых чита-



Воины рынка (Сюзан Слайман, 2000)

телей, ставших нашими близкими друзьями. Наши мысли и наши жизни обогатили советы и опыт Гитаншу Буч, Генри Кастенса, Дункана Кокера, Найджела Дэвиса, «мистера Е», Билла Эгана, Гленн Эсковедо, Эда Гросса, Билла Хайенса, Дэвида Хиллмана, Джеймса Лэки, Джона Ламберга, Пола Льюиса, Аликса Мартина, Марка МакНабба, Шуи Митсуда, Бипина Патака, Тома Раяна, Кена Садофски, Дика Серса, Рассела Сирса, Сороба Сингала, Дона Старика, Гари Тейте, Джека Тирне, Стива Уиздома и многих других. Их слишком много, чтобы можно было упомянуть обо всех.

Трейдеры из офиса Вика помимо своих ежедневных обязанностей участвовали в проведении исследований. Ши Занг и Дэвид Киокка построили множество диаграмм рассеивания. Патрик Боил находил материалы для глав о физике и Бенджамине Грэме. Роб Уинсаро терпеливо изучал книги, письма и статьи. Гитаншу Буч создавал многочисленные проекты и одновременно заправлял торговыми операциями.

Билл Эган, Джон Ламберг, Гайлен Ларсон и Адам Робинсон проверяли черновики и делали полезные комментарии.

Рип Маккензи очень помог с материалом для главы о высокомерии.

А Джеймс Крамер из TheStreet.com и Джереми Пинк из worldlyinvestor.com вдохновляли нас на ежедневные подвиги.

Мы благодарны Стиву Стиглеру и Джиму Лори из Университета Чикаго, Ли Хенкел, давнему наставнику Вика, и всем нашим друзьям, а также Дэну Гроссману, партнеру Вика на протяжении 30 лет, за ценные идеи и преданную дружбу.

Лорел благодарит своих учителей музыки Об Церко, Брюса Сазерленда и Роберта Уинтера за то, что они научили ее подходу к музыке, который оказался полезен и в других сферах ее жизни.

Мы благодарны нашим семьям за то, что они разделили с нами и горе, и радость.

Виктор Нидерхоффер,  
Лорел Кеннер



# Введение

## Похитители надежды

*Смотрите, вы, дураки! Вы в опасности! Разве не видите? Они уже охотятся за вами! За всеми нами! Нашими женами... нашими детьми... они уже здесь! Вы – следующий!*

Д-р Майлс Беннелл\*

**Э**тот кошмар всегда один и тот же. Я лежу в кровати и просматриваю заголовки статей, мелькающие на огромном мониторе, установленном на потолке.

Рынок акций падает, поскольку царит пессимизм относительно прибылей. Рынок акций падает пятую неделю подряд из-за опасений, что экономика «трещит по швам».

Прибыль на инвестиции снижается до 1%, по мере того как фондовый рынок все больше «скисает».

Акции уже 450 дней не могут достичь уровня 2000 года.

Исследование показывает, что 60% всех акций упали ниже максимального уровня, фиксировавшегося в предыдущие 52 недели.

Цены акций снижаются, и январский «Барометр» предсказывает, что так будет продолжаться до конца года.

«Мудрец из Омахи» (Уоррен Баффетт) утверждает, что ожидания инвесторов «необоснованно оптимистичны».

---

\* Герой фантастического романа Дж. Финни «Вторжение похитителей тел» (из сценария 1956). См. прим. на стр. 12.

Рынок начинает падать из-за опасений инвесторов еще до заседания Федеральной резервной комиссии.

Популярная торговая система Ганна дает толчок к массовым продажам.

Доход по дивидендам сейчас ниже на 25%, чем был в 1996 году, после выступления Алана Гринспена об «иррациональном энтузиазме».

В этом сне я играю на повышение акций IBM, или компании *priceline.com*, или (самое кошмарное) тайландского государственного банка *Krung Thai Bank*. Цена акций последнего в 1997 году упала с 200 долл. до нескольких центов. Акции Вика обесценены. Поступают многочисленные требования от брокеров увеличить залог. Падают в цене акции, которые кризис непосредственно не затронул. Управляющие хедж-фондов делают все больше коротких продаж, чтобы сбалансировать свою позицию. Пут-опционы, по которым у Вика короткая позиция, стремительно взлетают в цене. Миллионы инвесторов слепо следуют газетным заголовкам. Апатичные, как зомби, они продают свои акции по любой цене, выбрасывая на финансовый рынок активы, чтобы после уплаты налогов получить отрицательную доходность в  $-1\%$ .

«Остановитесь, вы, дураки! — кричу я. — Нет никакой опасности! Разве вы не видите? Газетные заголовки ведут вас в неверном направлении! Если вы не остановитесь, то потеряете все — ваши деньги, ваши дома!»

Отличной аллегорией для такой ситуации может служить классический научно-фантастический роман Джека Финни *Invasion of the Body Snatchers* (Вторжение похитителей тел)\*, написанный в 1954 году. Пришельцы тайно прибывают в промышленный город Санта-Мира в Калифорнии и, пока его жители спят, захватывают их тела, одно за другим. Утром жертвы выглядят так же, как и вчера, за одним исключением: у них нет человеческих эмоций — радости, страха, амбиций, печали, восторга и надежды.

---

\* Jack Finney. *Invasion of the Body Snatchers*. — New York: Simon & Schuster, 1954.

Главный герой, доктор Майлс Беннелл, после долгого отсутствия прибывает домой в разгар вторжения пришельцев и сначала не обращает внимания на странное поведение соседей, но вскоре понимает: происходит что-то ужасное. Проведя патологоанатомические исследования и тщательное детективное расследование с помощью смелой девушки, своей подруги Бекки Дрисколл, он обнаруживает, что пришельцы — это стручковые растения-паразиты, которые размножаются в теплицах, чтобы захватывать все больше и больше жертв среди людей. Единственная цель этих паразитов — выжить, им недоступна любовь, у них не бывает детей, их безрадостная жизнь длится всего пять лет.

После того как Майлсу и Бекки удастся после жутких приключений сбежать из города, они чудом сжигают авангард наступающей армии пришельцев. Выжившие растения-паразиты приходят к заключению, что Земля — слишком негостеприимная планета, и улетают в космос, чтобы найти новые жертвы.

Эту книгу часто интерпретируют как предостережение против некритического следования авторитетам. Описание поведения жертв атаки пришельцев может служить отличной моделью (хотя это и случайное совпадение) безучастного, покорного поведения инвесторов, когда их снова и снова подталкивают к неверным решениям путем обманов и пропаганды, подобных тем, что появляются в газетных заголовках в моих кошмарных снах.

Главная проблема с этими заголовками заключается в том, что они сначала вызывают истерику, а потом паралич. Они заставляют инвесторов забыть о доходе на инвестиции в 1 500 000%, который был получен за XX столетие инвесторами США и большинства европейских стран. В среднем падение цен акций было так же малозначительно, как и сегодняшнее. По мере того как наука и развитие технологии помогают нам вести все более здоровый и обеспеченный образ жизни,

столетие становится очень подходящим временным масштабом для поколения детей — читателей этой книги.

Давайте еще раз взглянем на первые три газетных заголовка.

Рынок акций падает, поскольку царит пессимизм относительно прибылей.

Рынок акций падает пятую неделю подряд из-за опасений того, что экономика «трещит по швам».

Прибыль на инвестиции снижается до 1%, по мере того как фондовый рынок все больше «скисает».

Все эти заголовки имеют один общий недостаток: они объявляют бычий рынок медвежьим\*. Объяснения, почему так происходит, мы приведем ниже.

Акции уже 450 дней не могут достичь уровня 2000 года.

Исследование показывает, что 60% всех акций упали ниже максимального уровня, фиксировавшегося в предыдущие 52 недели.

Цены акций снижаются, и «Январский барометр» предсказывает, что так будет продолжаться до конца года.

Феномен, описанный в этих трех заголовках, типичен для любых временных рядов с существенным случайным компонентом, таких как доходность акций. Такие наблюдения совершенно тривиальны и бессмысленны для инвестора.

«Мудрец из Омахи» утверждает, что ожидания инвесторов «необоснованно оптимистичны».

Рынок начинает падать из-за опасений инвесторов еще до заседания Федеральной комиссии.

Популярная торговая система Ганна дает толчок к массовым продажам.

Доход по дивидендам сейчас ниже на 25%, чем в 1996 году, после выступления Алана Гринспена об «иррациональном энтузиазме».

---

\* Бычий рынок — рынок, на котором преобладает тенденция к повышению цен акций, на медвеьем рынке существует тенденция к снижению цен. — *Прим. пер.*

Четыре заголовка, приведенные выше, рассказывают о неправильно проинтерпретированных фактах, которые питают необоснованные опасения тех, кто склонен слишком внимательно прислушиваться к подобным заявлениям.

Заголовки, вызывающие страхи, часто основаны на мифах, а не на доводах разума. Эти идеи формулируются не в научной форме, которая позволяет их проверить, а, как мы покажем, распространяются при помощи пропагандистских приемов. Подобно тому как верховные жрецы в донаучные времена использовали мифы, чтобы поддерживать социальный порядок и получать подношения от народа, сегодня профессионалы рыночных спекуляций используют наглые и простые мифы, чтобы получать вклады от доверчивых инвесторов. Этот феномен объясняет, почему публика готова тратить столько денег на выплату комиссионных, оплату спрэдов\*, исследований, переговоров и коммуникации, на аренду роскошных офисов в небоскребах, на маркетинговые расходы, выдачу фантазмагорических премий торговцам и менеджерам, которые работают в инфраструктуре Уолл-стрит.



Заголовки, приведившиеся выше, не отбирались нами специально для того, чтобы обосновать свою точку зрения. Они типичны для лавины мифов, дезинформации и пропаганды, которая каждый день обрушивается на инвесторов через каналы массовой информации. Некритическое восприятие заблуждений, воплощенных в подобных заголовках, — не важно, абсолютно «бычьих» или совершенно «медвежьих», — ведет инвесторов напрямик на «бойню».

Несмотря на то что пропаганда вездесуща, на рынке, как и в других сферах нашей жизни, против ее манипуляций есть одно простое противоядие: научный метод. Если теории относительно закономерностей



\* Спрэд — разница в ценах, по которым дилеры продают и покупают акции данной компании (разница между ценой продавца и ценой покупателя). — Прим. пер.

рынка сформулированы так, что их можно проверить, это и следует сделать, используя количественные данные. Использование научного метода не только сделает ненужными дебаты о значении таких слов, как «иррациональный» и «бьющий через край», но и свяжет рыночные теории с реальным миром. Дополнительная польза состоит в том, что проверенные при помощи научных критериев теории помогают получать прибыль на практике (в конце концов, вы именно из-за этого и читаете нашу книгу).

Поймите нас правильно. Мы не утверждаем, что скептицизм по поводу «бычьей» пропаганды необоснован. Мы будем первыми среди тех, кто с презрением относится к «бычьему» вздору, которым неизменно кормят инвесторов, как только на рынке происходит резкий подъем. Многие компании придерживают доходы и потом используют их, если складывается удачная конъюнктура, завлекая инвесторов, чтобы они покупали акции, чтобы дать возможность топ-менеджерам компании хорошо заработать на продаже этих акций. Мы резко возражаем против такой практики, когда аналитики брокерской фирмы рекомендуют ни в коем случае не продавать акции компаний, являющихся клиентами банков, с которыми работают эти фирмы. Мы относимся с отвращением к спеси топ-менеджеров, подобных Джеффри Скиллингу из компании Enron\*, которые готовы сжечь со света честных аналитиков, ставящих под сомнение подлинность бухгалтерских книг компании или беспредельное себялюбие этих топ-менеджеров, считающих себя настолько великими, что им необходимы персональные поля для игры в гольф.

Говорят, если вы готовы совершить ошибку в ту или иную сторону, то уж лучше в сторону оптимизма. В конце концов, последний раз спад фондового рынка США, продолжавшийся три года подряд, случился в 1939–1941 годах. И в других

---

\* Эта компания оказалась «героем» скандала, так как выяснилось, что она фальсифицировала свои бухгалтерские отчеты, показывая несуществующие прибыли. — *Прим. пер.*

странах похожая ситуация. Очень трудно противостоять глобальной тенденции к повышению стоимости акций на 1 500 000% за столетие, даже если вы «удачно» выберете время и рыночную конъюнктуру.

К несчастью, на рынке сегодня доминируют ошибочные и необоснованные представления. Несмотря на существенный прогресс экономической теории в последние сорок лет, финансы все еще пребывают в темном Средневековье. Публике «скармливают» комментарии журналистов, которые не могут предложить ничего, кроме суеверий, описаний, ретроспективных наблюдений и интервью с управляющими фондов, которых представляют как экспертов, хотя на деле они с трудом пытаются удержаться на уровне средних рыночных показателей.

В большинстве подобных обзоров делается попытка найти зависимость между ситуацией на рынке в определенный день и подъемом или спадом стоимости акций каких-то компаний. Если для рынка это был день «удачный», то дается оптимистичный прогноз относительно акций ряда компаний, а если «неудачный» — пессимистичный. Но рыночный «пейзаж» настолько переменчив и огромен, что в любой день финансовые результаты одних компаний лучше, а других — хуже любых избранных стандартов. Если инвесторы доверяют подобным обзорам, то становятся заложниками причуд и капризов рынка. Им приводят какие-то примеры, которые всегда можно найти, если нужно объяснить то, что уже произошло, но эти примеры не обладают никакой предсказательной ценностью. Хуже того, инвесторы, не использующие научные методы, теряют способность отличить полезное от бесполезного и закладывать основу для принятия в будущем весомых и рациональных решений. Поскольку никто из таких комментаторов не пытается, например, установить точную зависимость (или хотя бы выяснить, существует ли она вообще) между прибылью компаний и динамикой рынка, инвесторов убеж-

дают верить туманным и непроверенным утверждениями о рынке и забыть о здоровом скептицизме, который, как знает каждый из нас, необходим для выживания.

Столкнувшись с изменениями на рынке, абсолютно не соответствующими тому, что они считают закономерным, инвесторы быстро разочаровываются и испытывают отвращение к фондовому рынку во время рыночных спадов, а во время подъемов, напротив, становятся чрезмерно активными. В любом случае они настроены слишком активно участвовать в торгах, что приводит к перенапряжению рыночной инфраструктуры. Конечный результат — это армии недовольных инвесторов, которые, как ни парадоксально, еще более склонны следовать новым откровениям «финансовых гуру» и уходят с рынка после малейших негативных сигналов от финансовых фондов как раз в тот момент, когда условия для операций с акциями наиболее выгодны. В итоге рынок выигрывает, а клиенты и инвесторы остаются без своих яхт или пенсий.

Еще хуже то, что жертвы рынка становятся, подобно людям-стручкам из Санта-Мира, циниками, не верящими в новые идеи, лишены надежды и оптимизма. Они готовы следовать за теми, кто не верит в технологию, прогресс, а после многочисленных разоблачений корпоративного мошенничества — и в саму систему частного предпринимательства. Доктор Беннелл вполне мог сказать это и об инвесторах:

Я видел, как люди позволяли украсть у них все человеческое. Это происходит медленно, не сразу. Они, похоже, этого не замечают... Каждый из нас может этому поддаться: наши сердца черствеют, мы становимся бесчувственными.

Но в жизни, как и на рынке, наибольшего успеха добиваются те, кто рискует. Готовность идти на риск создает неопределенность, тревожность, иногда служит причиной поражения, но и проявляет лучшее в нас. Становясь в жизни «игроком», каждый из нас отправляется в собственное героическое приключение и растет как личность. Дерзость и предприим-



чивость — это потенциальные противоядия от цинизма и отчуждения, которым поддаются многие из нас.

Начнем разговор с ответа на вопрос, который вы, наверное, уже задали себе сами: «Откуда взялась новая книга Виктора Нидерхоффера о спекуляции и инвестициях? Разве его собственный инвестиционный хедж-фонд\* не разорился в 1997 году?»

До 1997 года я крепко стоял на ногах в финансовом мире. Агентство Баркляя, которое определяет рейтинг хедж-фондов, назвало меня лучшим управляющим 1996 года. Я получил награду «Лучшему управляющему хедж-фондов» и разъезжал по миру, читая лекции о рынках и музыке в фешенебельных залах вместе с концертирующим пианистом Робертом Шрабе. На меня работал целый штат маклеров и аналитиков, выпускников лучших университетов, причем многих из них я знал уже более десяти лет. Я был партнером Джорджа Сороса во многих его инвестиционных проектах, мы были с ним неразлучны и в будние дни, и в выходные. Только что вышла в свет и мгновенно стала бестселлером моя книга *The Education of a Speculator* (Университеты биржевого игрока)\*\*. Фонды, финансами которых я управлял, как и мое личное состояние, быстро росли.

И вдруг все рухнуло. Я потерял все. На жаргоне Уолл-стрит я «лопнул».

---

\* Хедж-фонд (hedge fund) — инвестиционный фонд, использующий агрессивные стратегии, которые недоступны для открытых фондов, включая продажи на срок без покрытия, левиридж, торговые программы, свопы, арбитраж и производные; в США хедж-фонды могут иметь максимум 100 инвесторов, минимальные капиталовложения которых не менее 1 млн. долл. От управляющих хедж-фондов не требуется, чтобы они предоставляли отчеты в государственные контролирующие органы, им запрещено использовать рекламу, поэтому информация о реальных финансовых показателях их деятельности ограничена. — *Прим. пер.*

\*\* Victor Niederhoffer. *The Education of a Speculator*. — New York: Wiley, 1997.

Вся история подробно описана в прессе. Журналистка Джеральдин Фабрикант в статье, появившейся в *New York Times* 13 декабря 1998 года под названием «*Trappings of Faded Richness: Sold!*» (Остатки бывшего богатства: Продано!), описала мое падение с неподражаемым злорадством\*, характерным для этой газеты:

Пятифутовый рог изобилия, изготовленный из серебра и бычьего рога, который когда-то принадлежал шведскому королю Карлу XV, был любимой вещью Виктора Нидерхоффера в его коллекции серебра. Теперь мистер Нидерхоффер больше не может позволить себе владеть своим рогом изобилия. Финансист потерял весь свой капитал, когда в октябре 1997 года фонд Global Systems, в который были вложены его собственные средства, средства его семьи и других инвесторов, сначала понес крупные потери из-за рискованных спекуляций на фондовом рынке Таиланда, а затем из-за ставки на то, что не будет резкого спада на фондовом рынке Соединенных Штатов. Две катастрофы подряд буквально уничтожили фонд. И мистер Нидерхоффер теперь пытается расплатиться с долгами, обеспечить тех четырех из своих шести детей, которые еще учатся в школе, поддерживать привычный для его семьи образ жизни и потихоньку вернуться к единственному занятию, которое он знает, — торговле ценными бумагами.

Попытка возместить ущерб от банкротства его фонда оказалась и финансово, и психологически гораздо тяжелее, чем мистер Нидерхоффер представлял себе. «Трудно быть неунывающим, когда тебе уже 55 лет, — сказал он во время встречи с журналистами, которая проходила у него дома в библиотеке. — Если тебе не везет, это пугает клиентов и контрагентов. У меня очень мало возможностей для маневра».

После 20 лет успехов многие инвесторы становятся друзьями, но кое-кто из его друзей открылся и с другой стороны. «Мой телефон уже не звонит постоянно, как раньше», — говорит он. Он считает важным то, что страдает, как и доверившиеся ему инвесторы. «Мне грустно, и я переживаю, — сказал он. — Моя квалификация поставлена под сомнение». Говоря о крушении своего фонда, он вспоминает о спасении фонда Long-Term Capital Management при помощи финансистов Уолл-стрит. «Мне бы тоже очень помогла передышка, которую получил Long-Term», — заметил м-р Нидерхоффер. Но вместо этого он вынужден продавать свое серебро\*\*.

\* Автор употребил немецкое слово Schadenfreude — злорадство. — Прим. пер.

\*\* Geraldine Fabrikant. Trappings of Faded Richness: Sold!//New York Times, December 13, 1998.

В одно мгновение я выпал из элиты своей профессии и оказался на самом дне. Мои работники стали увольняться в массовом порядке. Мои клиенты, многие из которых долгие годы были и моими друзьями, покинули меня.

Для того чтобы увеличить доходы и быть первым, я инвестировал в фондовый рынок Таиланда — страны, о которой знал слишком мало. В США, если стоимость акции банка упала на 90%, вы можете уверенно предсказать, что скоро она поднимется. Очевидно, этот закон не работает в Юго-Восточной Азии. Самый крупный таиландский банк, в который я вложил основной капитал, понес колоссальные потери — стоимость его акций снизилась на 99%. Эти потери истощили мои резервы. О том, что произошло впоследствии, мне все еще больно рассказывать — слишком мало времени прошло. Достаточно сказать, что падение азиатских рынков отразилось и на американском — индекс Доу–Джонса снизился за один день на беспрецедентные 550 пунктов. Этого оказалось достаточно, чтобы, согласно специальному правилу, биржа в этот день закрылась уже в два часа пополудни. На следующий день я был вынужден закрыть мой фонд, так как от брокеров поступили многочисленные маржин-коллы (требования внести средства на маржинальный счет), которые я не мог выполнить.

В дополнение к потере инвестиционного бизнеса мне пришлось продать и все остальные активы. Я взял большой заем, заложив свой дом под огромные проценты — 15% в год. Но все же последним ударом стало то, что мне пришлось продать мою большую коллекцию антикварного серебра. Цитата из обращения, написанного для аукционного каталога, передает чувства, которые я тогда испытывал:

Из истории делового мира я узнал, что многие биржевые игроки с Уолл-стрит в тот или иной период своей бурной карьеры были вынуждены в трудное время продавать свое серебро... Одной из самых дорогих сердцу покупок был серебряный кубок, который когда-то получил Джей Гулд за победу в профессиональном теннисном турнире. В тот миг злорадного торжества мне трудно было себе представить, что и мне уготована такая же судьба.

Я был полностью опустошен. Моя сестра Диана — психиатр. Она говорила, что у пациента в состоянии тяжелой депрессии (эвфемизм, описывающий состояние, близкое к самоубийству) можно обычно найти до 10 симптомов клинической депрессии, начиная с потери веса и заканчивая утратой сексуального влечения. У меня были все десять. В разговоре с юристами, представлявшими моих контрагентов, я как-то упомянул об этом, отчасти в шутку, отчасти рассчитывая на сочувствие. Мой собственный адвокат отвел меня потом в сторону и посоветовал так никогда больше не делать: «Единственная реакция, которую вы у них вызовете, будет злость на вас за то, что вы не пустили себе пулю в лоб».

Друзья и семья сделали все, чтобы мне помочь. Я получил 55 экземпляров книги *Tuesdays with Morrie* (Вторники с Мори)\*. Все, кто прислал мне это книгу, подчеркивали, что Мори встретил свою неминуемую смерть с достоинством, и предлагали мне последовать его примеру.

Я также получил 10 экземпляров стихотворения Редьярда Киплинга «Если», которое до сих пор меня вдохновляет. Некоторые из тех, кто мне его прислал, подчеркнули следующие слова:

И если ты способен все, что стало  
Тебе привычным, выложить на стол,  
Все проиграть и вновь начать сначала,  
Не пожалев того, что приобрел...

...

И если будешь мерить расстоянья  
Секундами, пускаясь в дальний бег,

---

\* Mitch Albom. *Tuesdays with Morrie*. — New York: Doubleday, 1997. В книге речь идет о регулярных встречах по вторникам бывшего студента с его умирающим профессором, на которых они обсуждают самый широкий круг жизненных проблем. — Прим. пер.

Земля — твое, мой мальчик, достоянье,  
И, более того, ты — Человек!\*

Засыпанный *Tuesdays With Morrie*, подавленный мыслями о своей участи, замученный ночными кошмарами, осознающий всю тяжесть ситуации, в эти дни я часто приходил на могилу своего отца Артура. Он занимался наукой и, пока был жив, служил для меня неисчерпаемым источником силы и поддержки. К сожалению, он скончался безвременно в 1981 году в возрасте 62 лет, и я все еще остро чувствую, как его всем нам не хватает. Позже я спросил своего дядю Хоуви Айзенберга, который хорошо знал, что такое победы и поражения, — он участвовал в 43 финалах чемпионата страны по гандболу (кстати, его команда выиграла 18 из них), — что сказал бы его брат Арти о моем падении. Вдвоем мы предположили, что, скорее всего, он сказал бы так:

Ты разорен, ну и что с того? Ты и твоя семья здоровы, ты все еще можешь строить свою жизнь так, как хочешь. Вот это важно. Все — стратегические соображения, ситуация, твой опыт — говорило тебе, что стоило рискнуть. В своем матче ты хотел «погасить» мяч, чтобы выиграть сразу, и промазал. Значит, это все-таки было верным решением. Именно такая стратегия позволяла тебе раньше лидировать и многого добиваться.

Предположим, хотя я и на минуту в это не верю, что тебе не удастся все исправить. Это не так уж страшно. Ты все еще можешь преподавать, а со счетами я тебе помогу. Смотри, я получил ссуды от кооператива.

Ты промазал, и последствия этого оказались для тебя откровением. Теперь ты понимаешь: хотя у тебя были все основания верить, что ты увеличишь свое преимущество, на самом деле ты «подставился» и подставил тех, кто играл в твоей команде, и из-за этого проиграл весь матч. Теперь ты видишь, что тактика, какой бы она ни казалась верной, должна подкрепляться стратегией, позволяющей ограничить, если не вообще исключить, вероятность того, что ты не только проиграешь матч, но и останешься вообще без своих ракеток. Ты ведь не хочешь оказаться в положении, когда у тебя не будет возможности играть так, как тебе хотелось бы, или сыграть так, что

---

\* Перевод С. Маршака.

те, кто сделал на тебя ставку, останутся без последних штанов. Самое важное, что ты пока еще в игре и снова можешь набирать очки.

Что бы ты ни делал, в будущем будь более осторожным. Заботься о своей семье и друзьях. У тебя замечательная жизнь, и ты многого можешь ожидать от нее. Смотри на вещи проще.

Я не мог себе позволить такой роскоши, как лелеять свое горе слишком долго. У меня было шестеро детей, следовательно, я должен был платить за шесть мест для них в частной школе. У меня были моя нынешняя и моя прежняя жены, большие расходы на содержание дома, который я купил в прежние, хорошие времена, и обычные для подобных ситуаций расходы на услуги юристов. Мы собрали корзину ягод, она упала, ягоды рассыпались, и нужно их вновь собирать. Мне опять нужно наполнить корзинку. Но у меня не было капитала на необходимые расходы. Еще более серьезным было то, что бывшие партнеры и контрагенты не хотели больше работать со мной.

Благодаря тому, что я серьезно занимался спортом, я знал, как нужно переносить поражения, но сейчас все было сложнее. Если сравнивать со спортом, я не просто ухудшил свой рейтинг, я потерял все свое спортивное снаряжение, своих тренеров, свое окружение и болельщиков. Я не мог попасть даже на отборочный турнир, потому что организаторы решили, что даже мое участие в нем может вызвать негативные последствия.

В таких условиях имело смысл попробовать что-нибудь другое. И мы вместе с Лорел Кеннер решили писать журнальную колонку, в которой я собирался поделиться горьким опытом, приобретенным благодаря моей неудаче, чтобы помочь другим не попасть в ту же ловушку. К тому же я понимал, что когда стану учить других, то и сам что-то пойму.

Когда я познакомился с Лорел в 1999 году, она была главным редактором по североамериканским фондовым рынкам агентства Bloomberg — одного из двух ведущих в этой сфере информационных агентств. Как ни странно, она как раз и была тем, кто должен нести ответственность за постоянную дезинформацию и ложь о фондовых рынках, о которой говорится в

этой книге. Поскольку жизнь коротка, а время уходит, она решила писать аналитические обзоры фондовых рынков. Вскоре они стали популярны, и их отметили читатели. К несчастью, обзоры, которые она писала, и ее советы, навеянные ассоциациями из бейсбола, из романа Г. Мелвилла «Моби Дик» и симфоний Бетховена, не понравились ее боссам, жестко придерживающимся традиций, и ее уволили. Она оказалась на улице, без всякого источника дохода. В этом было мало хорошего, но зато она теперь стала свободной и могла сотрудничать со мной и писать обзоры так, как считала нужным.

Нам обоим очень не нравилось, что инвесторов так часто вводят в заблуждение. Было больно видеть, что им так часто подсовывают бредни в духе шаманов из экзотических племен, а у нас были и повод, и знания, чтобы попытаться исправить ситуацию.

## Бурные аплодисменты

«Убирайтесь к черту!» — такова была типичная реакция читателей на наши первые опыты. Один за другим читатели писали, что ничего более нелепого они не видели: парень, который сам потерял все, пишет статьи и советует другим, как поступать. В одном из первых писем, которые мы получили, Вику предлагалось вместо журналистских опытов устроиться куда-нибудь мыть посуду, чтобы выплатить долги инвесторам.

Вот подборка типичных откликов, которые мы получили в начале 2002 года, когда предупредили в своем обзоре инвесторов, что не стоит слепо следовать за трендом:

«Позвольте мне в завершение попросить вас обязательно писать ваши обзоры для MSN Money и делиться с нами вашими мыслями, поскольку хороший способ получить прибыль — прочитав ваши рекомендации и сделать прямо противоположное».

«Это, наверное, одна из самых плохих статей, которые я когда-либо читал. Продолжайте советовать овцам, которых гонят на бойню. Вик был одним из лучших финансовых менеджеров в мире? Наверное,

поэтому он теперь зарабатывает себе на жизнь, пописывая обзоры для MSNBC. Сколько можно!»

«Совершенно понятно, почему вы разорились».

«Мне кажется очень интересным, что человек, который потерял 125 млн долл. за один день и не расплатился со своими долгами, теперь дает советы инвесторам».

«Я думаю, ребята, что вы — просто клоуны. Покажите мне ваши реальные финансовые результаты за последние пять лет. Я слышал, вы “всплыли кверху брюхом”. Я не думаю, что так происходит со всеми».

«Все, что я могу сказать: сколько раз Нидерхоффер оказывался на мели и сколько раз ему приходилось просить денег у друзей, чтобы снова начать спекулировать?» (Появилось на веб-сайте TurtleTrader.)

«В последний раз, когда я проверял информацию, я почему-то не заметил, чтобы Нидерхоффер был ведущим инвестором в группе Boston Red Sox, а вот Джон Хенри — был».

«Вы пишете дикие статьи, но я вас прощу, если вы измените свою жизнь».

Мы разработали стандартный ответ на подобные письма:

«Да, вы правы. Вик вынужден писать обзоры, чтобы прокормить свою большую семью и заплатить за учебу своих шести дочерей. Он не сумел получить работу помощника тренера по сквошу, потому что больше никто не играет в том агрессивном стиле, который когда-то приносил ему победы, поэтому он работает ночным сторожем. Обзоры событий на фондовых рынках — это хорошая дополнительная работа для него, потому что он может писать их днем, когда свободен. Если ему повезет и упорная работа принесет свои плоды, он сможет начать все сначала на фондовых рынках, и тогда ему уже не понадобится дополнительный доход, который приносит журналистская работа».

Что бы мы ни возражали и как бы ни объясняли тем, кто нас освистывает, они воспримут это как попытку самооправдания. На самом деле нам обоим не нужно писать статьи, чтобы прокормиться. На тот доход, который мы получаем от статей и книг, не только не прожить, его недостаточно даже для того, чтобы оплатить доступ к базам данных, необходимый для нашей работы, чтобы показать, как вводят в заблуждение



инвесторов. И все же тем, кто способен судить непредвзято и заинтересован в том, чтобы использовать наш опыт, мы ответим серьезно.

Одна из прискорбных особенностей стиля многих обозревателей фондовых рынков заключается в том, что они представляют себя «гласом вопиющего в пустыне» в мире, лишенном сочувствия и поддержки. По правде говоря, мы лично не можем пожаловаться на отсутствие поддержки. Тысячи людей каждый месяц читают нашу колонку в финансовом интернет-обозрении CNBC Money. На каждое язвительное письмо приходится примерно 100 благодарственных писем. Как бы мы ни объясняли нашу ситуацию, некоторые скептики все равно скажут: «Не вздумайте прислушиваться к советам этих двоих, ведь Вик не сможет заработать на фондовом рынке и доллара, даже если это ему жизненно необходимо». Мы не возражаем против таких оценок, потому что они дают нам возможность спокойно заниматься своими делами.

После того как мы с Лорел в 2000 году стали писать нашу колонку, мы получили от читателей множество писем, в которых они рассказывают захватывающие дух истории о том, как их капитал или пенсионные накопления теряли половину своей стоимости или даже больше. Люди писали нам, спрашивая, как справиться с такой ситуацией и как вернуть потерянное. Они особенно интересовались тем, как мне самому удалось справиться с постигшей меня катастрофой.

В наших ответах расстроенным и попавшим в беду читателям мы советуем не избегать риска. Риск — необходимая составляющая смелых начинаний в любой сфере: в торговле, бизнесе, филантропии, строительстве, исследовании, искусстве, музыке, спорте, в походах под парусом и в любви. Риск — это не только необходимый шаг к успеху, он неотъемлемая часть человеческой природы. Как писал Пол Хайне в книге *The Economic Way of Thinking* (Экономический стиль мышления): «Любой человек, принимающий решения, не имея полной ин-

формации о будущих последствиях выбора той или иной возможности, — это спекулянт. Поэтому каждый является спекулянтом»\*.

Когда в 1997 году мой фонд закрылся, доходы всех тех, кто в него инвестировал более или менее продолжительное время, были достаточными, чтобы эти люди получили чистую прибыль. После 1997 года я зарабатывал и терял миллионы. Но я все еще жив.

Один мыслитель, ясно осознававший опасность цинизма, который порождает неудача, сказал:

Цинизм может быть побочным продуктом аномии\*\* в социальной структуре; в то же время он может привести и к личной аномии... Тревожась о личных неудачах, индивиды... часто маскируют эти опасения цинизмом и, таким образом, отрицают ценность успеха, которого им не удалось достичь. Часто этот цинизм относится ко всем, кто еще стремится добиться успеха или уже сумел это сделать, а иногда отвергается вся социальная система, в которой индивид потерпел неудачу. По мере того как циник все больше и больше превращается в пессимиста и мизантропа, ему становится легче разорвать связи с социальной системой и ее ценностями\*\*\*.

Автор этих слов — мой отец. Он был полицейским и писал о своих коллегах, офицерах, охраняющих правопорядок, но эти его высказывания хорошо характеризуют психологическое состояние инвесторов, особенно после долгих лет неудач на рынке.

Каждый, кто рискует вступить в перегруженный пропагандой мир Уолл-стрит, рискует потерпеть фиаско. Необходимо знать определяющие принципы этого мира. Для того чтобы понять, что должен знать человек, играющий на фондовом рынке, чтобы увеличить свой капитал, мы читаем сотни книг о продажах, инвестировании, статистике, рискам, финансовому бихевиоризму. Увы, по существу, почти все, что написано

\* Paul Heyne. *The Economic Way of Thinking*. — Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall, 1997.

\*\* Аномия — отсутствие устойчивых и четких норм. — *Прим. пер.*

\*\*\* Arthur Niederhoffer. *Behind The Shield: The Police in Urban Society*. — Garden City, NY: Doubleday, 1967.

о торговле акциями, — это не более чем реклама. Большинство советов, которые раздаются, никак не проверишь. На самом деле их авторы тщательно формулируют свои утверждения, для того чтобы их нельзя было проверить, иначе они рискуют быть разоблаченными как мошенники.

Иррациональная вера в непроверенные утверждения пришла из средневековья, когда люди жили в крайнем убожестве и нищете и у них не было возможности улучшить свою участь, доработать до пенсии, заниматься творчеством, излечить болезни и увеличить продолжительность жизни. Академические исследования, на первый взгляд, предлагают более разумный подход, но оказываются в момент опубликования уже устаревшими (что напоминает синдром футбольного болельщика, который после окончания игры уверенно рассуждает о том, что должны были сделать тренер и игроки, чтобы ее выиграть).



Совершенно так же, как жертвы пришельцев в *Invasion of the Body Snatchers*, жертвы инвестиционных обманов кажутся совершенно нормальными и рациональными, однако их коллективные действия могут привести к ужасным последствиям. Только в том случае, когда люди поддаются обману и превращаются в «бездумные стручки», могут процветать паразитирующие на них «рыночные профессионалы». Только в ситуации, где отсутствуют здоровый скептицизм и научные методы, потери инвесторов могут быть столь грандиозны.

Все это заставляет нас воскликнуть подобно доктору Беннеллу: «Помогите! Остановитесь! Остановитесь и слушайте меня! Разве вы не видите? Они хотят сделать нас подобными людям-стручкам, чтобы мы безропотно платили свои взносы на поддержание рыночной инфраструктуры!»

В этой книге мы с Лорел будем играть роль Бекки Дрисколл и доктора Беннелла для того, чтобы помочь нашим читателям не стать «стручковыми существами» и не поддаться лжи о рынках, которая появляется, если не каждый час, то каждый день, и опустошает их бумажники. Лорел поделится сво-

ими богатыми знаниями обманных приемов «пришельцев», которые она получила, работая редактором по фондовым рынкам США в телеграфном агентстве финансовых новостей Bloomberg News. В отличие от доктора Беннелла, который лечил пациентов и предотвратил вторжение пришельцев, я всего лишь доктор математической статистики. Основная помощь, которую может предоставить подобный доктор, — помочь вам разобраться в закономерностях и неопределенностях количественных статистических данных. Кроме того, у меня, как и у доктора Беннелла, есть привычка делать вырезки из газетных статей в надежде, что когда-нибудь они могут послужить пищей для серьезных открытий. Последние двадцать пять лет я регулярно просматривал свою любимую газету *The National Enquirer*, отбирая истории о героизме простых людей, демонстрирующие их навыки выживания, неистощимый здравый смысл и добродушие, которые служат источником оптимистического отношения к инвестициям, позволяющего вовремя «выпалывать» вредные побегы — до того, как они вырастут в полноценных пришельцев-паразитов в медвежьих «теплицах». Мы надеемся, что читатели сочтут такой подход полезным.

Эта книга развивает темы, которые мы с Лорел анализировали в своих обзорах последние три года. Мы вместе, борясь с мистицизмом, спесью и неприкрытой пропагандой, написали более 500 энергичных колонок-обзоров для четырех различных веб-сайтов. Это правда, что мы потеряли свое место на большинстве из них, начиная с колонки Лорен на сайте Bloomberg, которая просуществовала семь недель, и двухмесячной работы на сайте *thetreet.com*, где появилась наша первая колонка-обзор *The Speculators' Corner* (Уголок спекулянта).

Мы продержались один год и один месяц (для нас весьма долгий срок) на сайте *worldlyinvestor.com*, для которого писали ежедневные обзорные колонки. Однако вынуждены были уйти, поскольку новые редакторы хотели, чтобы мы писали для профессионалов, занимающихся финансовым планиро-

ванием, а нашей целью было предупреждать массовых инвесторов об ущербе, который им может нанести рекламный вздор и шумиха вокруг фондовых рынков. Вполне возможно, что к тому времени, когда выйдет эта книга, наш сегодняшний наиматель, CNBC Money, нас уволит\*.

Несмотря на все трудности, комментарии и письма читателей нам очень помогли, подсказали новые темы и принесли новых друзей. Более того, мы получали как прибыль, так и удовольствие от того, что находили и тестировали новые идеи, источником которых была реальная информация о реальном мире, а не откровения финансовых «гуру». Мы с Лорел надеемся, что уроки, которые мы усвоили за последние три года, разоблачая и опровергая пропагандистские трюки, избегая чрезмерного негативизма и разрабатывая обоснованные принципы инвестирования, помогут преуспеть читателям нашей книги.

## О чем эта книга

В первой части книги — «Мамбо-Джамбо и Лунный свет» — анализируются и раскрываются типичные ошибки, мифы, заблуждения и пропагандистские приемы, которые вводят в заблуждение инвесторов и существенно влияют на рыночную ситуацию.

## Глава 1. Мем

Все знали, что малейшие опасения, высказанные председателем Федеральной резервной системы по поводу цен на акции, приведут к резкой и абсолютно непредсказуемой реакции рынка. Цепь разрушительных событий, запущенных печально знаменитой речью Алана Гринспена 5 декабря 1996 года об «иррациональном энтузиазме» на рынке, была на-

---

\* Этого не произошло (сведения на март 2003 года), правда, CNBC Money объединился с сайтом MSN Money, где сейчас и публикуется колонка-обзор авторов. — *Прим. пер.*

столько серьезной, что мы посвятили ей всю нашу первую главу (которая напоминает классический триллер-ужастик Ги де Мопассана «Орля»), включив в нее детальное описание всех ее последствий, в том числе дискредитацию технологии, оптимизма и роста рынка.

## Глава 2. Пропаганда прибыли

Как писал Кун в своей книге *The Structure of Scientific Revolution* (Структура научной революции)\*, наука часто сталкивается с ситуацией, когда все больше факторов противоречит доминирующей теории. Так было, например, с ньютоновской механикой в конце XIX века, когда накапливалось все больше экспериментальных доказательств спонтанного ядерного распада. Такое положение сейчас и у популярной теории о том, что цены на акции определяются прибылью или соотношением цена/прибыль. Мы проанализируем наиболее распространенные утверждения о связи прибыли и динамики рынка, покажем, как обнаружить пропаганду этой теории в средствах массовой информации, докладах аналитиков и заявлениях компаний, чтобы помочь читателям избежать многочисленных ошибок в биржевой игре.

## Глава 3. Головы гидры технического анализа

Резкие спады рынка вызывают страх и ужас. Способность предсказать подъемы рынка гарантировала бы неограниченное богатство и власть. Поэтому неудивительно, что была создана мифология «удачного момента», изобилующая историями о великих героях и героинях, которые усмирили могучие силы рынка, для того чтобы успокоить инвесторов, обнадежить их и побудить совершать ошибку за ошибкой без всякой надежды их исправить. Мы проведем научное исследование «культы технического анализа» и его «главного чуда», гла-

---

\* Thomaas S. Kuhn. *The Structure of Scientific Revolution*. — Chicago: University of Chicago Press, 1962.

сящего: «Тренд — это твой друг». И покажем, что, к сожалению, тренд — совсем не ваш друг.

## Глава 4. Культ медведя

Каким образом журналист может ошибаться практически в течение всей своей карьеры и, тем не менее, оставаться наиболее влиятельной фигурой в финансовой журналистике? Мы проинтервьюировали Алана Абельсона, чтобы найти ответ на этот вопрос, после того как тщетно пытались найти хотя бы намек на оптимизм в сотнях аналитических колонок, которые он написал для *Barron's* во время Великого бычьего рынка 90-х годов.

## Глава 5. «Мы — номер один» обычно означает «это ненадолго»

Для древних греков самым тяжким грехом была надменность или высокомерие. Отец Вика, Арти Нидерхоффер, который был источником вдохновения для Вика и увековечен в его первой книге *The Education of a Speculator*, очень пронципально написал о том, как этот недостаток вредит нашей юридической системе. Мы попытаемся продолжить его работу, проанализировав негативное влияние высокомерия на рынке, в финансовом бизнесе.

## Глава 6. Бенджамин Грэм, мифический герой рынка

У древних были свои боги и полубоги, а у нас, современных людей, есть свои. В Золотой век Древней Греции, когда впервые возникло научное мышление, некоторые мыслители поставили под сомнение поклонение богам и жертвы, которые им приносились. Задавать вопросы — это всегда неплохо. Эта глава посвящена фигуре, которая занимает важное место в современном пантеоне, — Бенджамину Грэму.

## Глава 7. Экстренное сообщение: Компьютер пишет статьи о фондовом рынке!

Когда-то выдающийся математик Алан Тьюринг сказал: «Мы сможем утверждать, что компьютер обладает интеллектом, если он сможет вести себя таким образом, что человек, общаясь с ним, примет компьютер за человека. Верным может быть и обратное утверждение: если компьютер сможет сказать то же, что и люди, это значит, что поведение людей не требует интеллекта. Большинство современных обзоров фондовых рынков может создавать компьютер, снабженный примитивной базой данных, где заложены сомнительные идеи и тривиальные суждения посредственных финансистов. Мы объясним, почему так происходит, и представим нашу «патентованную» компьютерную программу для создания обзоров фондовых рынков.

### Часть II. Практическая биржевая игра

Во второй части речь пойдет о принципах, помогающих принимать обоснованные решения для действий на рынке. Безопасность и выживание — прежде всего, поэтому мы начнем с описания стратегии, которая поможет читателю избежать краха еще до того, как он сможет воспользоваться плодами своих усилий. Для этого мы прибегнем к помощи одного из самых гениальных изобретений, над загадками которого лучшие умы человечества бьются уже тысячу лет, — шахмат.

### Часть 8. Как избежать псевдокорреляций

Основной статистический инструмент, необходимый для победы в битве инвесторов, так прост, что им сумеет воспользоваться даже ребенок: это двумерная диаграмма рассеивания. Построив двумерную диаграмму соотношения двух числовых рядов, инвестор может определить, связаны ли они друг с дру-



гом и в какой степени. Этот прием позволяет понять практически любую информацию о фондовых рынках. Мы объясним его шаг за шагом и покажем, как он может использоваться для анализа влияния динамики процентных ставок на рынок.

## Глава 9. Будущее доходов

В XX веке фондовые рынки в индустриально развитых странах зафиксировали уровень доходов на инвестированный капитал порядка 1 500 000%. Этот вывод сделали три исследователя из Лондонской школы бизнеса, которые собрали замечательную базу данных цен на акции за 102 года и написали, по нашему мнению, лучшую на сегодняшний день книгу по инвестициям *Triumph of the Optimists* (Триумф оптимистов)\*. Мы опишем некоторые модели, которые мы разработали на основе этой базы данных для того, чтобы оптимизировать долгосрочную стратегию покупки и владения акциями.

## Глава 10. Периодическая система инвестиций

Мы расскажем историю основания фирмы Value Line, с точки зрения Сэма Айсенштадта, президента фирмы по исследованиям, и Генри Хилла, инвестора из Флориды, который заработал миллионы, истово следуя системе, предложенной Value Line. История убедительно демонстрирует превосходство инвестиций в растущие компании по сравнению с недооцененными компаниями.

## Глава 11. Когда они замахиваются, чтобы перебить через все поле\*, мы бежим к выходам

Существует удивительная связь между бейсболом и долгосрочными тенденциями фондового рынка, и все это началось

---

\* Elroy Dimson, Paul Marsh and Mike Staunton. *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*. — Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002.

с Бэйба Рута (одного из самых знаменитых бейсболистов начала прошлого века).

## Глава 12. Рост или обвал?

Недвижимость, такая постоянная и предсказуемая, может показаться идеальной альтернативой для фондового рынка, которого бросает то в жар, то в холод. Однако инвестиционные трасты недвижимости (REIT) — основное средство для мелких инвесторов для участия в крупномасштабных инвестиционных проектах — постоянно проигрывают акциям как инструментам долговременных инвестиций. Мы показываем, что можно получить хорошую прибыль, если исследовать механизмы взаимосвязи недвижимости и бизнес-циклов.

## Глава 13. Термодинамика рынка

Фундаментальные физические законы сохранения энергии и энтропии, как ни удивительно, помогают делать предсказания о постоянно изменяющемся мире. Мы покажем это при помощи экспериментов и описания одного дня из жизни дочери Вика — Кире.

## Глава 14. Практические уроки торговли с теннисного корта

Вик выиграл немало чемпионатов в разных видах спорта, где играют ракетками, и в 2001 году был одним из первых игроков, которые удостоились места в Зале славы игроков в сквош.

---

\* Это бейсбольный термин (буквально — перебить мяч через забор, окружающий игровое поле в бейсболе). Такая ситуация называется «home run» (возвращение на базу), потому что, если игрок нападающей команды перебивает мяч за забор, все его партнеры, находящиеся на поле, и он сам возвращаются на базу и команда сразу получает столько очков, сколько игроков было на поле. — *Прим. пер.*

Он поделится стратегиями, которые приносят успех и на корте, и на рынке, как до, так и во время и после игры.

## Глава 15. Искусство переговоров для достижения преимущества

Каждый имеет право заявить, какую цену он хотел бы получить. Инвесторы должны использовать методы, которые помогают успешно вести переговоры, чтобы добиться успеха на рынке.

## Глава 16. Дружелюбный идиот во времена биотехнологической революции

Основная критика первой книги Вика связана с тем, что в ней он предложил массу принципов, но ничего из того, что могло бы людям сделать деньги на практике. К счастью, когда мы стали писать колонки-обзоры, то оказались на «передовой» и каждый день должны были давать конкретные рекомендации. Количество наших читателей возросло в десять раз, когда мы начали давать советы по продаже и покупке конкретных акций. Нам повезло и в том, что наш интерес к читателям не является сугубо прагматическим. Иными словами, давая им советы, мы не пытались на них заработать, мы сами пользовались этими советами. Мы проверили наши «лекарства» для инвесторов на себе и, надо сказать, не без пользы для себя.

## Глава 17. Корпоративные мошенники

Постоянно развивающиеся «методы управления доходами» сделали понятие чистой прибыли, которое когда-то называлось просто «итогом», химерой. Мы показываем, как «раскапывать» информацию в бухгалтерских отчетах и отчетах о движении финансовых средств, чтобы получить подлинную картину финансового здоровья компании. Обратный выкуп ком-

панией своих акций, дивиденды, складские запасы продукции, дебиторская задолженность и уплата компанией налогов — все это помогает отличить реальность от искусного обмана.

## Глава 18. Финал

Чаще других нам задают всего четыре вопроса. Отвечая на них, мы расскажем о технических индикаторах, которыми мы пользуемся, играя на фондовых рынках, о том, какие книги мы рекомендуем биржевым игрокам и почему мы говорим такие ужасные вещи об Алане Гринспене. Мы также раскроем наше секретное оружие, которое помогает нам быть в форме и заставляет все время учиться: группу инвесторов и мудрых людей, с которыми мы познакомились благодаря нашим колонкам-обзорам и потом регулярно общались по электронной почте, обсуждая философию и стратегию фондового рынка. Мы используем некоторые сообщения из сотен интересных мнений и аналитических рассуждений, которые получили от этих замечательных людей за годы общения.


## Условные значки-иконки

В этой книге мы снова и снова будем обсуждать разные аспекты одних и тех же пяти больших тем. Для того чтобы помочь читателям легко узнавать эти темы, мы будем использовать для их обозначения специальные значки-иконки.




**Пропаганда.** В политике систематическое распространение ложных мнений называется пропагандой. В наше время школьников обучают тому, как распознавать семь главных приемов пропаганды: «навешивание ярлыков», «блистательная неопределенность», «перенос», «ссылка на авторитеты», «игра в престонародность», «подтасовка» и «фургон с оркестром». К сожалению, никто не обучает инвесторов распознавать эти приемы в сфере финансов. Мы хотим исправить это прямо сейчас. Мы приведем многочисленные

примеры пропаганды и то, насколько широко принимается и распространяется эта ложная информация. Когда речь пойдет об этих пропагандистских приемах, мы выделим их при помощи любимого карикатурного символа, который использовали в СССР, — изображения «денежного мешка» — **капиталиста**.

 **Непроверенные утверждения.** Многие из того, что сегодня выдают за анализ рынка, на самом деле гораздо больше напоминает средневековый мистицизм, чем обоснованные научные заключения. Если речь идет о непроверенных утверждениях или слепой вере, вы увидите наш символ шаманского «мамбо-джамбо» — **колпак астролога**.

**Считать, считать, считать.** Противоядие от пропаганды и непроверенных заключений — это здоровый скептицизм, стремление проверять любые идеи относительно закономерностей рынка. Нужно постоянно задавать себе вопрос: «А можно ли этому верить?» Как писал Стив Стиглер в своей книге *Statistics on the Table* (Статистика на столе):

Если обсуждается серьезная проблема, научная или общественная, недостаточно просто декларировать решение. Нужно представить его обоснование, привести оценку его надежности. Необязательно, чтобы оно было выражено в количественной форме, хотя в количественной форме доказательство обычно бывает наиболее четким. Если проблема действительно важна и одна из сторон представила весомые доказательства в поддержку своей позиции, оппонент также обязан «выложить статистические данные на стол». Очевидно, тут не обойтись простым сбором данных. Необходим тщательный анализ факторов, которые могут влиять на данные, методы для оценки степени надежности выводов, правила, которые позволяют определить, какая степень неопределенности допустима, а какая — нет, когда вывод должен быть отвергнут, а когда — нет\*.

 Мы будем часто «выкладывать статистические данные на стол», когда попытаемся убедить вас, читатель, что тот подход и схема анализа, которые нами предла-

\* Steve Stigler. *Statistics on the Table*. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1999.

гаются, позволят вам сделать удачные инвестиции. Мы будем использовать иконку с изображением **карандаша и конверта**, чтобы напомнить вам, как важно «считать».

**Ложные корреляции.** Существенная часть этой книги посвящена рассмотрению случайных ассоциаций, которые ошибочно принимают за причинные связи. Когда мы обнаружим ложные корреляции, то обозначим их иконкой с изображением **пары аистов**, символизирующих комплексные, но ложные взаимосвязи между ростом народонаселения, плохой колбасой, тем, что двоится в глазах, неправильной интерпретацией трудов Канта (*unkantverstehenlassenhummels* — нем.) и наблюдениями за жизнью аистов в Ольденбурге (Германия).



**Постоянно изменяющиеся циклы.** Наша работа в качестве аналитиков рынка — та самая, занимаясь которой мы за четыре года написали более миллиона слов, — заключается в том, чтобы найти полезные закономерности, проверить их, обобщить и сделать так, чтобы они принесли практическую пользу. Ирония заключается в том, что эти знания и закономерности постоянно меняются в соответствии с калейдоскопом рыночных цен. Закон постоянно меняющихся циклов, который, как могут припомнить читатели первой книги Вика, был впервые сформулирован Робертом Л. Бэконом в работе *Secrets of Professional Turf Betting* (Секреты профессиональной азартной игры)\*, никогда нельзя забывать: «Принцип постоянно изменяющихся тенденций заставляет результаты меняться быстро и непредсказуемо даже тогда, когда публике, казалось бы, удалось обнаружить закономерность и выиграть». Когда мы хотим подчеркнуть этот неустаревающий принцип, мы помещаем на странице иконку с изображением **скаковой лошади**.



---

\* Robert L. Bacon. *Secrets of Professional Turf Betting*. — New York: Amerpub, 1956.

# Часть I

---

Мамбо-Джамбо  
и Лунный свет

# Глава 1

## Мем

*Любопытные новости пришли к нам из Рио-де-Жанейро. Эпидемия безумия, которую можно сравнить с периодическими эпидемиями сумасшествия, поражающими население средневековой Европы, в данный момент бесчинствует в провинции Сан-Пауло. Напуганные жители бегут из своих домов, бросают деревни и землю, утверждая, что их преследуют, что они одержимы, что ими управляют, как скотом, невидимые, но вполне реальные существа, похожие на вампиров, которые питаются жизненными силами людей, пока они спят.*

Ги де Мопассан. Орля\*

**18** июля 1996 года\*\*. Какое прекрасное столетие! В начале третьего тысячелетия Америка с оптимизмом смотрит в будущее, ожидая, что продолжится эра мира и процветания. После дискредитации коммунизма во всем мире расправил крылья глобальный рынок для обмена товарами и идеями. Экономика успешно растет пятый год подряд. Безработица

---

\* Guy De Maupassant. The Horla//Short Stories of the Tragedy and Comedy of Life, Vol. II. — New York: M. Walter Dunne, 1903.

\*\* Это не настоящие дневниковые записи. Мы решили реконструировать наши мысли, настроения и реакции на события нескольких прошедших лет.



и инфляция незначительны, что еще несколько лет назад казалось невероятным. Производительность и прибыли растут. Рынок акций технологических компаний позволяет предпринимателям легко привлекать капитал для новых проектов. Уровень жизни выше, чем когда-либо. Люди настроены оптимистично и ожидают, что их жизнь будет улучшаться. Финансовое положение миллионов людей стало более благоприятным, чем раньше, благодаря росту доходов на фондовом рынке. «Холодная война» закончилась. Впервые за десятилетия федеральный бюджет в профиците: полученные доходы превышают расходы. Кредитные процентные ставки в два раза ниже, чем пятнадцать лет назад. Мировая торговля становится все более свободной. Полным ходом идет революция в сфере биотехнологии и скоростных коммуникаций. Родители могут смело надеяться, что их новорожденные дети проживут по сто лет, а может и больше. Будущее, действительно, кажется многообещающим.

Я включаю телеканал CNBC, чтобы послушать финансовые новости. Цена одной из моих акций поднялась на 15 пунктов! Я позвонил своему брокеру и велел ему продать половину этих акций. Теперь я смогу оплатить счета за обучение своих детей. На экране появляется председатель Федеральной резервной системы Алан Гринспен. Он говорит, что замечательные технологические достижения в производстве микрочипов и программного обеспечения быстро увеличивают производительность. Он не видит никаких причин, которые могли бы помешать росту экономики в обозримом будущем. Индекс Доу–Джонса поднялся на 120 пунктов. Я приветствую изображение Гринспена на телеэкране. Не знаю почему, но его слова доставляют мне удовольствие.

*6 декабря 1996 года.* Я включаю новости бизнеса в 6 утра, когда просыпаюсь. Это катастрофа. Вчера вечером, когда закрылись торги на биржах США, доктор Гринспен заявил, что инвесторы «иррационально оптимистичны». Рынки в Азии и Европе покатались вниз.

Меня охватывает неожиданная дрожь, дрожь агонии. Гринспен — как отец для рынка. Если рынок прислушается к его словам, если инвесторы начнут беспокоиться, что он может повысить процентные ставки, все полетит вверх тор-машками.

Сами по себе его слова не кажутся такими уж угрожающими. Он ведь даже не обращался к Конгрессу. Это была просто послеобеденная речь в Американском институте предпринимательства об истории монетарной политики. Я нашел такую цитату в Интернете:

Как определить, насколько важны или не важны цены? Определенно, цены на товары и услуги, которые производятся и предоставляются сейчас, — наш основной показатель инфляции — важны. А как насчет будущих цен или, что более важно, цены на право в будущем претендовать на товары и услуги, такие как акции, недвижимость или другие активы, приносящие прибыль? Стабильность этих цен существенна для стабильности экономики?

Очевидно, постоянная низкая инфляция делает будущее более определенным, снижает премии за риск и повышает стоимость акций и других приносящих прибыль активов. Мы можем видеть это в обратной взаимосвязи отношения цена/прибыль и уровня инфляции в прошлом. *Но каким образом мы можем узнать, что иррациональный оптимизм чрезмерно раздул стоимость ценных бумаг, что они станут жертвами неожиданных и длительных спадов, как это случилось в последнее десятилетие в Японии? И каким образом мы учтем это в нашей монетарной политике? (Выделено авт.)*

Оценка изменений в финансовых отчетах вообще и изменений цен на финансовые активы в частности должна быть составной частью определения монетарной политики\*.

«Как нам узнать?..» Это кажется таким невинным вопросом. И к тому времени, когда торги были закрыты, казалось, что все вернулось к норме. Индекс Доу потерял 55 пунктов и закрылся на отметке 6382 — снижение менее чем на 1%, хотя в течение дня он падал и на 144 пункта. Но почему наша радость так быст-

---

\* Speech by U.S. Federal Reserve Chairman Alan Greenspan. «The Challenge of Central Banking in a Democratic Society», presented December 5, 1996, at an award dinner sponsored by the American enterprise Institute for Public Policy Research, Bloomberg News (December 6, 1996).

ро сменяется унынием, а самоуверенность — робостью? Как странно, что простое ощущение дискомфорта — возможно, просто возбуждение одного из нервных центров, небольшой сбой в сложной работе нашей тонкой и несовершенной нервной системы — может превратить самого жизнерадостного человека в меланхолика и сделать трусом храбрца.

Я пришел к реке неподалеку от своего дома, чтобы посмотреть, как по ней проходят буксиры, тянущие баржи. Пройдясь по солнышку какое-то время, я вдруг почувствовал необъяснимое беспокойство и ощутил себя несчастным. Я немедленно вернулся домой, чтобы проверить на мониторе цены акций. Почему я забеспокоился? Из-за фразы, что всплывала в моей памяти, заставляла меня нервничать и вызывала уныние? Или причиной было то, как нахмурилась ведущая программы CNBC Money, когда говорила, что, по мнению аналитиков, курс акций будет снижаться? А может быть, все дело в ее новой короткой стрижке? Все, что нас окружает, любые звуки, которые мы слышим, хотя и не обращаем на них внимания, любые идеи, которые могут промелькнуть и остаться неосознанными, оказывают быстрое, неожиданное и необъяснимое влияние на нас, на наши мысли, на нашу жизнь.

*10 декабря 1996 года.* Я определенно болен! В прошлом месяце я себя так хорошо чувствовал! Я встревожен, встревожен очень сильно, и даже сказал бы, что нахожусь в состоянии какого-то болезненного возбуждения, которое заставляет меня страдать и душой, и телом. У меня ужасное, ни на минуту не исчезающее ощущение пока неизвестной опасности, предчувствие надвигающегося несчастья или даже смерти. Это, вероятно, результат какой-то болезни, диагноз пока не поставлен, но болезнь уже поразила мой мозг и мою нервную систему и прогрессирует.

*21 августа 1997 года.* Я только что вернулся домой после визита к своему врачу, к которому отправился потому, что меня

замучила бессонница. Врач сказал, что пульс у меня учащен, что моя нервная система измотана, но никаких других опасных симптомов он не обнаружил. Он рекомендовал мне активные физические упражнения. Я действительно очень странно себя чувствую.

Этой ночью мне все же удается заснуть на два-три часа. Мне снятся кошмары. Мне кажется, что я сплю в своей кровати, но кто-то приближается ко мне, смотрит на меня, притрагивается, забирается ко мне в кровать, придавливает коленом мою грудь... Его руки хватают меня за шею и сдавливают ее, сильнее и сильнее, стараясь задушить меня. Я пытаюсь бороться, но испытываю страшное бессилие, которое парализует меня во сне. И тут я вдруг просыпаюсь, дрожа, весь в поту.

*15 октября 1997 года.* Я полностью выздоровел. Цена акций компании Microsoft, которые я купил через день после той самой речи об «иррациональном энтузиазме», поднялась на 73%.

*20 октября 1997 года.* О, нет. Я просматриваю новости и узнаю, что Министерство юстиции обвиняет корпорацию Microsoft в нарушении антимонопольного законодательства. Это так странно... Ведь именно благодаря Microsoft произошла компьютерная революция, от которой так выиграли потребители. Или сегодня успех вызывает подозрения?

*25 октября 1997 года.* Прошлой ночью мне снился очередной кошмар. Мне снилось, что кто-то высасывает из меня жизнь. Да, именно высасывает, вцепившись в мою шею, как пиявка, сосущая кровь. Потом этот кто-то поднялся, насытившись, а я проснулся такой опустошенный, усталый, разбитый, что не мог двинуться. Я сошел с ума? Что случилось? То, что мне снилось прошлой ночью, так странно, что я могу просто свихнуться, когда думаю об этом!

*30 апреля 1998 года.* Мрак рассеялся. Джереми Сигел, профессор и специалист по финансам из The Wharton School University of Pennsylvania, только что опубликовал дополненное изда-

ние своей книги *Stocks for the Long Run* (Акции в длительной перспективе), в которой показано, что после коррекции на инфляцию среднегодовая прибыль владельцев акций за прошедшие два столетия составила 7% — в два раза больше, чем на облигации\*. Мои акции Microsoft выросли за год на 40%. Я чувствую себя исцеленным.

31 августа 1998 года. Вся страна в волнении. 7 августа взорваны бомбы в американских посольствах в Найроби, столице Кении, и Дар-эс-Саламе, столице Танзании. Было убито более 250 человек, среди них 12 американских граждан. 19 августа Усама бен Ладен, исламский террорист, сказал, что «атаки на США будут продолжаться по всему миру». На следующий день президент Клинтон объявил, что мы в ответ разбомбили завод по производству нервно-паралитического газа в Судане и базу террористов в Афганистане. Хуже всего то, что в Афганистане Усама бен Ладен не попал под бомбежку, а Судан утверждает, что разрушенный завод выпускал лекарства, а вовсе не химическое оружие. Похоже, что теперь жизнь копирует сценарии кинофильмов. Несколько дней назад Клинтон предстал перед Большим жури, которое расследует его взаимоотношения с Моникой Левински, а потом в выступлении по телевидению признал, что вступил с нею в «недопустимые отношения». Все только и говорят о фильме *Wag the Dog* (Хвост виляет собакой), который вышел на экраны незадолго до ударов США по Судану и Афганистану. В этом фильме показан американский президент, который развязывает войну, чтобы отвлечь внимание избирателей от сексуального скандала, в котором он замешан.

У меня снова проблемы. Что со мной происходит? Иногда, чтобы вызвать физическую усталость (хотя я и так чувствую себя утомленным), я отправляюсь прогуляться в Централь-

---

\* Jeremy J. Siegel. *Stocks for the Long Run: The Definitive Guide to Financial Market Returns and Long-Term Investment Strategies*. — New York: McGraw-Hill, 1998.

ный парк. Я надеялся, что дневной свет, свежий воздух и запах листвы вольют свежую кровь в мои жилы и заставят энергично биться мое сердце. Однажды я свернул на тенистую тропу у озера. Вдруг я почувствовал странную дрожь, но не оттого, что озяб. Это было неприятное, судорожное ощущение. Я ускорил шаг, мне было беспокойно одному в лесу, я чувствовал себя без всякой на то причины сильно напуганным, мне было страшно в одиночестве. Вдруг мне показалось, что кто-то идет за мной, почти наступая на пятки, так близко, что может ко мне прикоснуться. Я резко обернулся — никого не было видно, я был один. Я вернулся домой и узнал, что в России хаос из-за девальвации рубля, которая произошла на прошлой неделе. Индекс Доу–Джонса упал на 512 пунктов.

5 мая 1999 года. Это действительно был тот случай, когда «хвост виляет собакой»? Американское правительство заявило, что не станет оспаривать судебный иск, который был подан гражданином Саудовской Аравии, владельцем фармацевтической фабрики, которую разбомбили прошлым августом в Судане. Настроение у всех было угрюмым. Я чувствовал, что тени сгущаются, и уже слышал злорадный смех.

22 ноября 1999 года. Пришел последний номер журнала *Fortune*. Я начал рассеянно просматривать статью, в которой приводилась запись двух речей Уоррена Баффетта, которые этот финансовый эксперт произнес на неофициальных встречах узкого круга влиятельных предпринимателей и венчурных капиталистов. Мне показалось, что темные холодные тени заполнили всю комнату, и я содрогнулся. Великий инвестор сказал, что, если бы он оказался в «Китти Хоук» в 1903 году\*, то сбил бы самолет Орвилла Райта и оказал бы тем самым великую услугу капиталистам. «В 1919–1939 годах в мире было около трехсот авиастроительных компаний, — сказал Баффетт, — а сегодня

---

\* Имеется в виду успешный полет первого в мире самолета, изобретенного братьями Райт. — *Прим. пер.*

их не наберется и дюжины»\*. Он сошел с ума? Или это я сошел с ума? Разве авиация не открыла новые возможности для коммерции и путешествий? Разве аэрокосмическая промышленность уже перестала быть крупнейшей экспортной отраслью США? Почему же один из самых популярных и уважаемых в мире капиталистов говорит, что инвестиции в новые технологии и отрасли себя не оправдывают?

Баффетт не объяснил, учитывал ли он влияние дивидендов, слияний и приобретений компаний и перемены названия корпораций, делая свои выводы. Он не привел информацию, которая бы показала, что первые авиастроительные компании обанкротились. Он не предъявил никаких цифр, которые бы поддержали его утверждение, что инвестиции в аэрокосмическую отрасль не приносят хорошей прибыли. Он избрал отрасль, на примере которой, действительно, можно говорить о неудачных инвестициях. Любой исследователь истории бизнеса знает, что можно найти примеры, которые подкрепляют любое недоказанное утверждение. И другие отрасли в 1903 году выглядели такими же многообещающими, — фармацевтика, вычислительные машины, производство фасованных пищевых продуктов, — все они за столетие возмужали и принесли обычные 1 500 000% прибыли на инвестиции.

Я был изумлен, узнав, что утверждения Баффетта были встречены взрывом аплодисментов. Джеффри Безос, основатель amazon.com, крупнейшей торговой компании в Интернете, утверждает, что все топ-менеджеры его компании изучили эту речь. Говорят, что Ленин в одном из своих выступлений сказал: «Мы доживем до того дня, когда капиталисты будут раскачиваться в петле, повешенные народом на деревьях». Кто-то из толпы слушателей выкрикнул: «А кто продаст нам веревки?» Ленин немедленно ответил: «А сами капиталисты и продадут их нам».

---

\* Carole Loomis. Mr. Buffett on the Stock Market//Fortune, November 22, 1999.

Наверное, только Ленин мог предвидеть, что подобное беспочвенное утверждение, которое абсолютно не соответствует динамичной и творческой природе системы частного предпринимательства, вызовет такой энтузиазм на встрече, посвященной чудесам технологии.

Мэри Баффетт в своей книге *Buffettology* (Баффеттология) говорит, что Баффетт рассматривает акции как продукты, продаваемые в гастрономе, или как нечто подобное чрезмерно разрекламированной ежегодной ренте, поэтому, по его мнению, акции следует покупать только тогда, когда они продаются «со скидкой»\*. Он не хочет инвестировать в акции, стоимость которых возрастает, например в акции высокотехнологичных компаний, потому что не понимает их. Вместо того чтобы попытаться понять закономерности работы новых акций и быть способным отличить стоящие акции от нестоящих, Баффетт просто-напросто отвергает инновации. Он похож на людей, которые живут уединенно в горах, запасая вещи и еду, необходимые для выживания, драгоценные металлы, чтобы обменивать их на нужные товары, и оружие, чтобы отбиваться от тех немногих, кто выживет после конца света, совершенно неизбежного, по их мнению.

Противоядием такому негативизму может послужить вера в творческие способности людей, которые в состоянии улучшить свою жизнь при помощи взаимовыгодного обмена. Эта идея, а также вера в неистощимые чудеса технологии и инноваций приводят к выводу, что акции — отличный вид инвестиций.

Вовсю идут приготовления к празднованию начала нового тысячелетия, но я все никак не могу отвлечься от странных высказываний Баффетта и его совершенно необъяснимой ненависти к динамичной природе частного предпринимательства.

Я пошел спать и заснул, чтобы через два часа проснуться от страшного потрясения. Представьте себе спящего человека, кото-

---

\* Mary Buffett and David Clark. *Buffettology*. — New York: Fireside, 2001.



рый просыпается и ощущает, что его грудь пронзили ножом, кровь клокочет в горле, он весь залит ею и не может больше дышать. Человеком, понимающим, что умирает, но не имеющим ни малейшего представления о том, почему это произошло, — вот так примерно я себя чувствовал. О! Кто может понять эту мою страшную агонию? Я должен преодолеть этот навязчивый фатализм.

*5 января 2000 года.* Я прочитал о глубоко меня встревожившей теории эволюциониста Ричарда Доукинса. Он думает, что на Земле недавно появилось еще одно явление, способное к самовоспроизводству. Это явление пока еще в младенческом возрасте, но эволюционирует оно такими темпами, которые намного превосходят темпы генетической эволюции. Доукинс назвал это новое явление мем (англ. meme, по аналогии с gene — ген. — *Прим. пер.*).

Примерами мемов являются мелодии, идеи, рекламные слоганы, фасоны модной одежды, способы изготовления керамических горшков или строительства арок. Подобно тому, как гены размножаются в популяции, воплощаясь в новых организмах при помощи сперматозоидов и яйцеклеток, мемы размножаются и проникают во все новые и новые умы при помощи процесса, который, мягко говоря, можно назвать имитацией. Если ученый прочитал или услышал о новой хорошей идее, он сообщает об этом своим коллегам и студентам. Если идея становится популярной, можно сказать, что она начала размножаться\*.

Плодовитые мемы действуют в мозге как паразиты, превращая его в средство своего воспроизводства и размножения, так же как вирус использует генетические механизмы клетки хозяина для своего размножения. Мем — это вовсе не эфемерное явление, несмотря на легкомысленно звучащее название. Успешно размножающиеся мемы вполне материальны, потому что модифицируют нервную систему миллионов людей.

Три миллиарда лет ДНК была единственным самовоспроизводящимся механизмом. Сегодня появился новый механизм

---

\* Richard Dawkins. *The Selfish Gene*. — New York: Oxford University Press, 1989.

подобного рода, и мемы начинают свою собственную эволюцию. По аналогии с генами отбор пройдут те мемы, которые смогут лучше использовать окружающую среду.

Нелегко поверить, что простая мысль обладает такой страшной мощью. Мемы очень беспокоят меня.

Сегодня днем, чтобы отвлечься от своих тяжелых мыслей, я перечитывал рассказ Ги де Мопассана «Орля». И вдруг обратил внимание на абзац, где речь шла о разговоре рассказчика с монахом:

Видим ли мы хотя бы стотысячную часть того, что существует в природе? Вот, например, ветер — одна из самых могущественных стихий. Он сбивает с ног людей, сносит и разрушает дома, с корнем выдергивает деревья, на море вздымает волны размером с гору, разрушает скалы, разбивает корабли о рифы, он убивает, он свистит, он вздыхает, он ревет. Но вы его видели когда-нибудь? И можете ли вы его увидеть? А ведь он существует.

*6 января 2000 года.* Я не сумасшедший. Я видел это... Я видел это... Я видел это! После того как индекс NASDAQ 100, завершая тысячелетие, достиг своего максимального уровня, он упал на 12% за три дня. Акции оптоволоконной компании JDS Uniphase, на которых все так хорошо зарабатывали, упали на 20%. Прошли слухи, что хедж-фонды Джорджа Сороса продают в больших количествах акции компаний, которые входят в индекс NASDAQ.

*17 февраля 2000 года.* Мемы наступают на меня со всех сторон. Я слушаю их, я вижу их везде. Первый мем выпорхнул из уст Гринспена, когда я слушал его речь, завершающую полугодие, о состоянии экономики для банковского комитета Конгресса.

Сначала он сказал, что экономика находится в наилучшем состоянии за последние пятьдесят лет. А потом вдруг выдал невероятную концепцию, которая отрицает аксиомы, столь же фундаментальные для экономики, как концепция гравитации для физики. Он утверждал, что спрос, созданный богатым рынком, угрожает подорвать предложение товаров на рынке из-за высоких цен на акции:

Нет сомнений в том, что взаимодействие микропроцессорных, лазерных, оптоволоконных и спутниковых технологий на порядки увеличило количество и качество доступной информации. Это, в свою очередь, существенно уменьшило неопределенность и страховые премии в бизнесе, и, таким образом, привело к существенному сокращению производственных издержек и повысило производительность. Вряд ли вызывает сомнение, что прогресс будет продолжаться.

...

*Проблема заключается в том, что рост производительности увеличивает совокупный спрос более высокими темпами, чем потенциал совокупного предложения (курсив авт.).* Это происходит в основном потому, что рост производительности благодаря структурной перестройке экономики сопровождается повышенными ожиданиями относительно долговременных прибылей корпораций. Это, в свою очередь, не только увеличивает инвестиции в бизнес, но и стоимость акций и других финансовых активов, принадлежащих частным инвесторам, создавая таким образом дополнительный платежеспособный спрос, для удовлетворения которого еще не произведены дополнительные товары и услуги... До тех пор пока уровни потребления и инвестиций чувствительны к стоимости активов, а стоимость активов, при прочих равных условиях, растет быстрее, чем доход, рост совокупного спроса будет превышать рост совокупного предложения. Но такая ситуация не может быть стабильной долгое время, потому что и ресурсы предложения, и его регуляторы ограничены.

...Необходимое соответствие между ростом совокупного спроса и ростом потенциального совокупного предложения может создать ограничение внутреннего спроса, который продолжает повышаться из-за отложенных последствий повышения стоимости ценных бумаг на фондовом рынке.

Один из элементарных и неизменных принципов функционирования экономики заключается в том, что если предложение недостаточно, то цены на данный товар или услугу будут возрастать, пока спрос на них не понизится. Этот естественный механизм стабилизации рынка основан на рациональных ожиданиях его участников и не требует вмешательства правительства. В XVIII веке Адам Смит писал о «невидимой руке» рынка. В наши дни Пол Хайне в своей классической книге *The Economic Way of Thinking* заметил: «Люди хотят больше или меньше того или иного товара по мере того, как цена, которую за него нужно платить, уменьшается или увеличивается».

Теперь я знаю, что могу предсказывать будущее. Эра рационального мышления закончилась. Горе нам! Это случилось. Я слышал... мемы... уже здесь... Мемы!

*1 марта 2000 года.* Сейчас этот мем воспроизводится и мутирует. Сегодня я снова его видел в ежегодном отчете фонда Berkshire Hathaway. Снова Баффетт! «Инвесторы на фондовом рынке проявляют необоснованный оптимизм в своих ожиданиях будущей прибыли на инвестиции».

И снова Гринспен! Сегодня Федеральная резервная система опубликовала стенограмму своих заседаний, проходивших в 1994 году. Раньше такие стенограммы никогда не публиковались. И вот в 1994 году с пятилетней задержкой решили их опубликовать.

Согласно стенограмме, Гринспен со своей командой расхваливали друг друга за то, что им удалось предотвратить необоснованное, с их точки зрения, «вздутие» цен на фондовом рынке. «Я думаю, мы остановили зарождающееся спекулятивное движение фондового рынка, — сказал Гринспен членам Федерального комитета по открытому рынку (FOMC), которые определяют политику Федеральной резервной системы, на совещании в феврале 1994 года. — Когда мы возвращаемся к этой ситуации, я догадываюсь, что рынок тогда существенно “перегрелся”. Мы вовремя открыли клапан и ликвидировали “раздувшийся пузырь”».

Ужас! С каких это пор фондовый рынок стал объектом интересов Федеральной резервной системы? Гринспен повторил свой комментарий и в следующем месяце, как явствует из стенограммы заседания FOMC от 22 марта 1994 года. «Когда настало 4 февраля, я думаю, мы все были согласны, что нужно проколоть “пузырь” раздувшегося фондового рынка», — сказал Гринспен членам комитета. (За предыдущий год индекс Доу-Джонса вырос на 18% и достиг 3967 пунктов.)

Да-а-а, могу представить себе эту сцену. Члены правления Федеральной резервной системы расположились в рос-

кошных креслах вокруг полированного стола. Подобострастные официанты подают им еду на фарфоре, члены правления искренне смеются шуткам своего председателя, ухмыляясь своей очередной победе над рынком. Они напоминают мне стариков, которые имели обыкновение сидеть в креслах у окон престижных клубов на Манхэттене и неодобрительно ворчали, когда видели еврея или негра, проходившего по Пятой авеню.

Процентные ставки Федеральной резервной системы росли последние восемь месяцев, хотя и не было никаких признаков инфляции — все абсолютно спокойно! Ветеранам Федеральной резервной системы не нравится, если простым людям удастся делать деньги на фондовом рынке. Им не нравятся молодые предприниматели, которые делают деньги, создавая фирмы, разрабатывающие новые технологии. Особенно им не нравятся «однодневные спекулянты», которые, как утверждают, могут «сорвать» за один день сотни тысяч долларов, даже не зная, каким бизнесом занимаются компании, акциями которых они торгуют. Старики, наверное, хотят, чтобы молодых людей учили в школе и колледже тому же, чему и их учили когда-то, и чтобы они даже выглядели так же, как эти «почтенные джентльмены». Мемы такой «элитарности» захватили всю страну, в которой на самом деле все должны иметь равные возможности инвестировать в капитализм и получать от этого прибыль. Александр Поуп когда-то сказал: «Большинство пожилых людей похожи на старые деревья. После того как они выросли сами, они уже не потерпят никакой молодой поросли под своими кронами».

Несмотря на ту гротескную услужливость, с которой эти старцы изображаются средствами массовой информации, они не что иное, как реинкарнация *senex amans*\* — комического персонажа, который столетиями появлялся в комедиях и операх. Это пожилые мужчины, которые пытаются добиться благо-

---

\* Пожилой поклонник.

склонности юных женщин. В «Кентерберийских рассказах», например, это шестидесятилетний старый холостяк Дженьюри, настойчиво ухаживающий за девушкой, которой не исполнилось еще и двадцати лет, только для того, чтобы ему после свадьбы наставил рога молодой энергичный соперник. В «Севильском цирюльнике» Россини это доктор Бартоло, который, пыхтя, увивается за своей молодой воспитанницей Розиной. У Моцарта в «Свадьбе Фигаро» старая Марселина пытается заполучить молодого и красивого Фигаро, одалживая ему деньги. В викторианскую эпоху тема *senex amans* была настолько популярной, что Гилберт и Салливен использовали ее в «Иоланте», «Микадо», «Фрегате Ее Величества Пинафор» и «Пиратах Пензанса».

*14 марта 2000 года.* Мем, который теперь распространяется с немислимой скоростью, проник в Белый Дом и в Лондон. Президент Билл Клинтон и премьер-министр Тони Блэр призывают немедленно открыть для свободного публичного доступа генетические данные, собранные частными компаниями. «Наш геном принадлежит всем членам рода человеческого, — говорит Клинтон. — Мы должны сделать так, чтобы польза от генетических исследований измерялась не долларами, а тем, насколько они улучшают жизнь людей». Крейг Вентер, чья фирма *Selega* опережала государственные организации в исследованиях по расшифровке человеческого генома, комментировал это так: «Сегодня просто страшно быть бизнесменом». Индекс биотехнологических компаний *Atech* сегодня снизился на 13%.

*21 марта 2000 года.* Мне остается только ждать, парализованному, бессильному. Я чувствую, что мем близко, вьется вокруг, смотрит на меня, подавляет меня. *FOMC* сегодня поднял процентную ставку с 5,75 до 6%, заявив, что он «озабочен, поскольку увеличение спроса превосходит потенциал роста предложения, что может привести к инфляционному дисбалансу и подорвать рекордный рост экономики».

4 апреля 2000 года. Судья Томас Пенфилд Джексон сегодня постановил, что корпорация Microsoft нарушила антимонопольное законодательство. Индекс NASDAQ, который служит синонимом новых технологий, вчера, еще до объявления решения судьи, потерял 349 пунктов, сегодня утром упал на 575 пунктов, но потом все же снова поднялся, остановившись на уровне 4148, на 75 пунктов ниже вчерашнего уровня.

28 апреля 2000 года. Теперь уже никто не думает, что на фондовом рынке в ближайшее время начнется рост. Стэнли Дракенмиллер уволился вчера из организации Сороса, заявив, что потерял миллиарды на акциях технологических компаний. «Я никогда не думал, что индекс NASDAQ может упасть на 35% за 15 дней», — сказал он. Но именно это как раз и случилось за три последние недели перед 15 апреля — последней датой подачи налоговой декларации.

16 мая 2000 года. Федеральная резервная система снова подняла учетные ставки до 6,5%. Неужели мем разрушит все?

31 августа 2000 года. Первый год новой эры, который все праздновали с таким энтузиазмом, еще не закончился, а уже царят страх и озлобление. Рост ставок снизил инвестиции в основной капитал. Сотни тысяч предпринимателей и рабочих выбиты из бизнеса. Всеобъемлющая апатия царит и на корпоративных советах директоров, и на кухнях, где обычно мелкие инвесторы обсуждают ситуацию.

Мем вездесущ. Репортеры роются в своих записных книжках, чтобы отыскать «экспертов», которые благодаря своему хроническому пессимизму были совершенно дискредитированы в 90-х годах. Их хор возглавляет суперзвезда Алан Абельсон, ведущий комментатор самого влиятельного американского еженедельника *Barron's*. На небосклоне уже засияли две новые «звезды»: Дэвид Тайс из играющего на понижение фонда Prudent Bear Fund и Роберт Шиллер, йельский экономист, который как раз подбросил Гринспену то самое выражение —

«иррациональный энтузиазм» — во время брифинга, проходившего за день до печально знаменитой речи президента Федеральной резервной системы. Шиллер неплохо заработал на этом, назвав свою книгу, ставшую блок-бастером, которую он поспешил напечатать в апреле 2000, года во время краха рынка, *Irrational Exuberance* (Иррациональный энтузиазм)\*.

6 декабря 2000 года. Мем распространяется, как эпидемия. Все больше и больше инфицированных. Фигура председателя Федеральной резервной системы становится все более монументальной, чего не скажешь об индексе NASDAQ, который уже снизился на 50% по сравнению с максимальным значением, достигнутым в 2000 году. Хуже этих результатов, пожалуй, только показатели команды Национальной баскетбольной ассоциации New York Knicks, чей центровой, Патрик Юинг, устраивает драки с собственными партнерами, если они не передают ему мяч. Алан Гринспен и Патрик Юинг слишком высокомерны и явно переоценивают свою значимость. На самом деле они легко могли бы поменяться местами, и все бы от этого только выиграли.

7 декабря 2000 года. Мы с Лорел послали Гринспену баскетбольные кроссовки 52-го размера и предложили ему поменяться местами с центровым Knicks. А в качестве жеста доброй воли приложили мою книгу *The Education of a Speculator* (Университеты биржевого игрока).

2 января 2001 года. Мы получили такое сообщение по электронной почте: «Я прочитал вашу колонку о фондовом рынке в Интернете, и мне понравился ваш совет купить ряд акций интернет-компаний, упавших в цене. Я позвонил по сотовому телефону своему брокеру. Я хотел сказать ему: “Купите для меня такие-то и такие-то акции”, но вместо этого заорал так громко, что прохожие оборачивались: “БЫСТРО... ПРОДАВАЙТЕ ВСЕ!”»

---

\* Robert Shiller. *Irrational Exuberance*. — Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000.



*3 января 2001 года.* Индекс NASDAQ вырос на 324 пункта. Читатель, который все продал, проиграл! Подобно чуме, мем безжалостно преследует и тех, кто оказывается на его пути, и тех, кто бежит от него. Никто не может быть в безопасности.

*7 февраля 2001 года.* Из Федерального резервного банка приходит письмо и бандероль. «Большое спасибо за кроссовки, которые Вы прислали для председателя Гринспена. Однако, поскольку наши этические нормы не позволяют принимать подарки, мы возвращаем их вместе с Вашей книгой».

Не знаем только, был ли он столь же щепетилен с профессором «иррационального энтузиазма» Робертом Шиллером, который сказал нам, что тоже послал председателю Федеральной резервной системы свою книгу.

*4 апреля 2001 года.* Когда в город приходит чума, жители, пытающиеся от нее бежать, лишь переносят заразу в новые места. Итак, рынок снова покатился под уклон. Стоимость фондового рынка США упала на 5 трлн долл., или 31%, менее чем за год, по сравнению с пиком 24 марта 2000 года. Из-за этого мы чувствуем себя такими слабыми, незащищенными, невежественными и маленькими. А это как раз то, что нужно мему!

*31 августа 2001 года.* Ночью я спал беспокойно, когда вдруг проснулся и услышал леденящий голос, вещающий в углу моей спальни: «Ты не можешь доверять самому себе, не можешь доверять Уолл-стрит, брокеру, рынку». Я включил свет. Голос смолк. В спальне никого не было.

*15 сентября 2001 года.* Неописуемый ужас. 11 сентября группа исламских фанатиков уничтожила башни-близнецы Всемирного торгового центра и атаковала Пентагон — сердце американской военной мощи. Все в шоке, практически парализованы страхом. Эта атака разрушила коммуникационные сети нижнего Манхэттена, где находится Нью-Йоркская фондовая биржа, поэтому рынок закрылся на неопределенный срок. Все авиалайнеры и сельскохозяйственная авиация получили ко-

манду приземлиться, все полеты отменены. Но никто не хочет покидать дом. На Манхэттене немногие оставшиеся открытыми отели и театры пустуют. Это те самые террористы, с которыми президент Клинтон не сумел справиться после атаки на наши посольства.

*16 сентября 2001 года.* Странное трио выступало сегодня по телевидению. Роберт Рубин, Джек Уэлш и даже Уоррен Баффетт оказались на стороне «быков». Рубин сказал, что «в длительной перспективе рынок обладает достаточной мощью», а Уэлш подтвердил, что «США — лучшее в мире место для инвестиций». Наконец, даже «гуру из Небраски» (У. Баффетт) неохотно признал, что сейчас продавать акции — это «сумасшествие». Если бы он не добавил: «Если цены существенно упадут, есть акции, которые я мог бы купить», — то мог бы помочь остановить агонию рынка. Ну, и потом гуляют слухи, что, если рынок еще упадет, Баффетт заработает на этом 500 млн долл. Я не только не испытал облегчения, но, напротив, был напуган и потерял покой, услышав, что сказала эта троица.

А потом еще эти зловещие графики. Корпорация Loews, как сообщается, потеряла сотни миллионов долларов во второй половине 90-х годов, сделав ставку на понижение рынка. Лоуренс Тиш, сопредседатель этой корпорации, любил рассматривать графики, на одном из которых была отображена динамика индекса Доу–Джонса во время биржевого краха 1929 года, а на другом — японский индекс Nikkei, когда он упал с 40 000 до 10 000. Сегодняшняя динамика рынка угрожающе напоминает то, что произошло тогда с Доу и Nikkei.

*21 сентября 2001 года (утро).* Вчера вечером президент Буш выступил с обращением к нации, которое многие назвали лучшим из тех, что когда-либо звучали. Он сказал, что наше горе превратилось в гнев, гнев стал решимостью, и мы передадим наших врагов в руки правосудия или принесем правосудие туда, где находятся наши враги. Рынок отреагировал на эту речь позитивно. Но потом мем поручил одному из своих со-

братьев во Франции взорвать химический завод. Это известие вместе с уже испытанным раньше ужасом привело к тому, что начался самый большой спад в истории рынка.

У меня была короткая позиция по непокрытому пут-опциону. Рынок в тот день открылся случайным скачком вверх, и мои брокеры, видимо кузены мема, велели мне немедленно «прикрыть наготу».

*21 сентября 2001 года (вечер).* Да-а-а! Мем делает из людей то, что мы когда-то сделали из лошадей и быков: своего невольника, своего раба и еду — все, что захочет. Горе нам! Но, тем не менее, и животные иногда восстают против поработившего их человека...

Из-за маленького гвоздя может рухнуть империя. Но империя, если знает, что ей нужно защищать себя, может нанести ответный удар и совершить чудо. Атом впервые расщепили, чтобы победить нацистов. Страны мира, наконец, поняли, что если не защитить технологию и торговлю, которые являются сутью западного образа жизни, то и свобода не выживет. Рынок вернул почти все, что потерял за год. Промывание мозгов, которое мем устроил Западу, закончилось. Я предсказываю, что произойдет гигантский подъем рынка от достигнутого сегодня уровня индекса Доу–Джонса в 8235 пунктов и мем, как Франкенштейн и все другие монстры, погибнет в том самом очистительном огне, который ему представлялся победным.

*8 января 2002 года.* Индекс Доу сейчас, ко всеобщему восторгу, держится на уровне 10 150. Пут-опционы, которые продавались по цене от 100 до 200 долл., теперь стоят центы. Это же случилось с тайскими банками, акциями которых я владел в 1997 году. Но в этот раз у меня короткая позиция, а не длинная, поэтому прибыль — моя, а убытки потерпит мем. Мем сам себя сокрушил. Он мертв.

*9 марта 2002 года.* Я просматриваю утреннюю газету. Мне бросается в глаза заголовок: «Баффетт: Такой рынок — не повод

для праздников». Читаю дальше. «Наш сдержанный энтузиазм по отношению к ситуации на рынке ценных бумаг должен быть уравновешен не слишком радужными перспективами для рынка акций в следующее десятилетие, — пишет Баффетт в своем ежегодном обращении к акционерам. — Чарли [Мангер], как и я, полагает, что в длительной перспективе дела американского бизнеса пойдут хорошо, но сегодняшние цены на акции показывают, что они принесут инвесторам лишь умеренную прибыль»\*.

Нет... нет... нет! Нет сомнений, мем не мертв! Когда он умрет? Только тогда, когда люди поймут, что им нужно думать самим. Рассчитывать все самим. Верить в свои творческие способности. Жить дольше и счастливее. Вверять свои деньги мужчинам и женщинам, у которых есть отличные идеи.

*31 марта 2002 года.* Рынок поднялся уже почти на 20% по сравнению с прошлогодним минимумом, которого он достиг после атаки на Всемирный торговый центр. Может быть, мем уйдет и порожденная им тьма рассеется.

*23 июля 2002 года.* Мне так грустно, что не хочется вставать с постели. Я сплю, чтобы укрыться от мема, который завладевает мною, когда я бодрствую. Я купил акции в прошлом году после сентябрьской паники и не продал их перед тем, как уехать за границу. Когда я вернулся через несколько месяцев, то их стоимость так сильно упала, что они превратились в жалкую тень того, чем были раньше. Я испуган, сильно испуган.

*10 сентября 2002 года.* Завтра годовщина атаки на Всемирный торговый центр, и все боятся, как бы не случилось что-то еще более ужасное. Вдруг это будет «грязная бомба», из-за которой произойдет радиоактивное заражение? Фьючерсы S&P поднялись на десять пунктов и закрылись на отметке 911. Сегодня в нью-

---

\* Dan Lonkevich. Buffett Lukewarm on Stocks, Seeks Acquisitions//Bloomberg News, March 9, 2002. Warren Buffett's letter to shareholders, Berkshire Hathaway 2001 Annual Report.

йоркской лотерее выиграли номера 9, 1, 1. Любой рационально мыслящий человек назовет это совпадением, но вдруг это что-то иррациональное? Вдруг это мем напоминает нам о себе?

*17 сентября 2002 года.* Тысячи ужасных историй об отвратительных преступлениях, которые скрывались в огнях и восходе бумажки 90-х годов, выползают на свет благодаря усилиям прокуроров и средств массовой информации. Деннис Козловски, генеральный директор компании Тусо, «золотой мальчик» корпоративной Америки, обвинен вместе со своим финансовым директором в хищении у компании 600 млн долл. Согласно отчету этой компании для SEC (Комиссии США по ценным бумагам), Козловски выставил Тусо счет на миллион долларов за праздник в честь дня рождения его жены, который проводился на Сардинии. Некоторые детали: именинницу приветствовал строй гладиаторов, а «Столичную» разливали из ледяной скульптуры мальчика, пенис которого служил крапом... Семейство Козловски пригласило на праздник нескольких топ-менеджеров Тусо, поэтому праздник считался «расходами на ведение бизнеса».

Мему это нравится. Я слышу его саркастический смех.

*2 октября 2002 года.* Практически недели не проходит без новых разоблачений тайных сделок, фальсифицированных отчетов о прибылях или мошенничествах, совершенных среди бела дня под носом у советов директоров корпораций. С начала 2000-го Министерство юстиции США открыло более 400 случаев корпоративного мошенничества и обвинило более 500 человек в совершении корпоративных преступлений. Финансовый директор корпорации Enron был приведен в зал суда в наручниках, как и генеральный и финансовый директор корпорации Тусо. Бывший ревизор компании WorldCom признал себя виновным в фальсификации бухгалтерских отчетов, в которых компания представила несуществующие прибыли на 5 млрд долл. Ему грозит пять лет тюремного заключения. Сейчас аналитиков,

которые находятся под следствием, больше, чем тех, кто пишет отчеты, — неудивительно, что мало кто верит сегодня отчетам аналитиков.

Акции компаний Global Crossing, WorldCom, Enron в 90-х считались элитными, а сегодня все они банкроты. Мем питается подобными новостями. Я чувствую, как он становится все сильнее и смелее. Теперь фондовый рынок стал его пищей. Я просто взглянул на цифры, и у меня разболелась голова. Индекс NASDAQ упал на 3908 пунктов с максимального значения в начале 2000 года до минимального к 4 октября 2002 года. Индекс Dow упал до отметки 7528 с 11 700.

### Хронология мема

Дата	Действия
5 декабря 1996 года	Президент Федеральной резервной системы Алан Гринспен открывает ящик Пандоры, произнеся свою речь об «иррациональном энтузиазме», что дает основание для сомнений в устойчивости рыночных цен
20 октября 1997 года	Министерство юстиции США подает иск на компанию Microsoft за то, что она обязует своих клиентов использовать интернет-браузер этой компании Internet Explorer, если они хотят пользоваться операционной системой Windows 95
18 мая 1998 года	20 штатов США подают антимонопольные иски против компании Microsoft
7 августа 1998 года	Взрывы посольств США в Найроби (Кения) и Дар-эс-Саламе (Танзания)
20 августа 1998 года	Президент дает приказ в ответ бомбить базу Усамы бен Ладена в Афганистане, но бен Ладен покидает ее за час до бомбардировки
Июль и сентябрь 1999 года	Уоррен Баффетт в частной беседе, пересказанной в ноябрьском выпуске журнала <i>Fortune</i> , говорит, что он бы сбил самолет Орвила Райта, чтобы оказать услугу

Дата	Действия
5 ноября 1999 года	капиталистам, и предсказывает плохой год для акций американских компаний Судья Томас Пенфилд Джексон выносит вердикт, что компания Microsoft использовала свое монопольное положение, чтобы препятствовать инновациям
17 февраля 2000 года	Гринспен намекает на дальнейшее повышение учетных ставок и говорит, что рост цен на акции может создать избыточный спрос на товары, которые невозможно поставлять в нужном количестве
18 февраля 2000 года	Boiler Room* — фильм о теновом брокере, который обманывает наивных инвесторов, выходит на экраны. «Увлекательный фильм, который отлично показывает, как жажда наживы может испортить людей», — пишет о нем критик Джон Бичем
1 марта 2000 года	Уоррен Баффетт пишет в годовом отчете для акционеров фонда Berkshire Hathaway, что «владелец акций сейчас излишне оптимистичны в своих ожиданиях относительно будущих прибылей»
8 марта 2000 года	Эл Гор, кандидат в президенты от демократической партии, яростно нападает на крупный бизнес
10 марта 2000 года	Индекс NASDAQ достигает максимума в 5048 пунктов
14 марта 2000 года	Президент США Клинтон и британский премьер-министр Блэр призывают предоставить публичный доступ к генетической информации, собранной частными компаниями. «Наш геном принадлежит всем членам рода человеческого», — заявляет Клинтон. — Мы должны сделать так, чтобы ценность исследований генетики человека измерялась не долларами, а тем,

\* Boiler Room — контора по продаже незарегистрированных ценных бумаг по телефону — *Прим. пер.*

Дата	Действия
	<p>насколько они улучшают жизнь людей». Индекс NASDAQ падает на 200 пунктов до отметки 4706. «Сегодня просто ужасно быть бизнесменом, — сказал Крейг Вентер, основатель и президент генетической компании Celera. — Вместо того чтобы радоваться, что государственные компании проводят такие исследования и публикуют их результаты бесплатно, они жалуются на частные компании, которые делают то же самое быстрее и дешевле»</p>
Апрель 2000 года	Роберт Шиллер, который подготовил информацию для Гринспена за два дня до выступления последнего об «иррациональном чрезмерном энтузиазме», публикует книгу под таким же названием и становится телезнаменитостью
3 апреля 2000 года	Судья Томас Пенфилд Джексон постановляет, что компания Microsoft нарушала антимонопольное законодательство. Индекс NASDAQ падает на 349 пунктов. На следующий день NASDAQ падает еще на 575 пунктов, до отметки в 3649, однако перед закрытием торгов поднимается до уровня 4148 пунктов
12 октября 2000 года	Террорист-самоубийца устраивает взрыв на американском военном корабле Cole в порту Аден в Йемене
7 ноября — 13 декабря 2000 года	Ситуация в США остается неопределенной, пока подсчитываются и пересчитываются голоса, поданные на президентских выборах избирателями в штате Флорида. Гор признает победу Буша 13 декабря. NASDAQ теряет 17% за пять недель, индекс S&P падает на 5%
11 сентября 2001 года	Исламские террористы взрывают башни-близнецы Всемирного торгового центра и большую часть нижнего Манхэттена. Пентагон также атакован
21 сентября 2001 года	Показатели акций американских компаний на прошедшей неделе — наихудшие за последние 70 лет



Дата	Действия
Декабрь 2001 года	Компания Enron подает заявление о регистрации банкротства и защите по случаю банкротства
Январь 2002 года	Компания Global Crossing подает заявление о регистрации банкротства и защите по случаю банкротства
Июнь 2002 года	Компания Adelfphia подает заявление о регистрации банкротства и защите по случаю банкротства. Генеральный директор этой компании арестован по обвинению в мошенничестве
Июнь 2002 года	Компания Arthur Andersen обвиняется в сокрытии и искажении информации о финансовом состоянии корпорации Enron и лишается права проводить аудит открытых акционерных компаний
Июль 2002 года	Компания WorldCom подает заявление о регистрации банкротства и защите по случаю банкротства. Финансовый директор и
контролер	этой компании арестованы по обвинению в финансовом мошенничестве
Сентябрь 2002 года	Бывшие генеральный и финансовый директора компании Тусо обвинены в хищении 600 млн долл.

А-а, теперь я все понял. Мем с самого начала знал, что заразительный оптимизм 90-х годов сделает всех инвесторов неспособными противостоять спаду. Он не хотел, чтобы кто-то из спекулянтов, играющих на понижение, оставался платежеспособным, когда начнется спад рынка. Сегодня рынок и бизнес — объекты публичного презрения.

Когда возбуждение и энтузиазм 90-х прошли, после них остался вакуум. Виктор Франкл (австрийский психолог и бывший узник фашистского концлагеря) сказал: «В отличие от животных, у человека нет бессознательных импульсов и ин-

---

стинктов, которые бы подсказывали ему, что нужно делать. Он также не может, как в прежние времена, ориентироваться на неизменные ценности и традиции. Сегодня, не понимая, что нужно и что следует делать, он порой даже не знает, что хочет делать. Вместо этого он, по существу, просто хочет поступать так, как другие люди, — это конформизм, — или делает то, чего хотят от него другие, — это тоталитаризм». Я боюсь, что все это добром не кончится.

## Глава 2

# Пропаганда прибыли

---

*Бедняга даже не догадывался, что 10% чистого дохода – это 10% дырки от бублика.*

Марио Пьюзо. Последний дон\*

**Д**авайте начнем с самого начала. Одна вещь, которую знает каждый, начиная от самого неинформированного профана и заканчивая самым эрудированным профессором, — прибыли компаний определяют цены на их акции. Вы прочитаете в первой главе любого учебника по финансам, услышите на первой лекции любого вводного курса по финансовому анализу и встретите в любом выпуске новостей, что:

- Прибыли компаний и фондовый рынок вместе растут и вместе падают.

---

\* Mario Puzo. The Last Don. — New York: Random House, 1996.

- Чем больше увеличиваются прибыли, тем больше зарабатывают инвесторы на рынке.
- Когда прибыли компаний начинают расти, пришло время покупать акции, а когда они снижаются — продавать.
- Когда соотношение цены акции к прибыли на одну акцию (P/E) высокое — время их продавать.

Все эти «аксиомы» ложны. На самом деле, как вы увидите, каждая из них совершенно противоположна тому, что показывают реальные эмпирические соотношения. Почти все, чему учат инвесторов о соотношении между доходами компаний и стоимостью акций, как в школах бизнеса, так и на страницах газет, неправильно.



Почему же эти заблуждения распространены так широко? Как и любая пропаганда, они соответствуют поверхностным представлениям, которые привлекательны своей кажущейся «очевидностью». Интересы тех, кто распространяет пропаганду, прямо противоположны интересам тех, кто является ее мишенью. Как еще можно упрочивать влияние и прибыли пропагандистов и побуждать инвесторов покупать и продавать акции так, чтобы именно пропагандисты становились богаче?



Это правда, что профессионалы оценивают акции на основе прибыли компаний, их денежных потоков и дивидендов. Но это все относится к таким истинам, которые, подобно утверждению «Всегда уважайте авторитеты», содержат достаточно дезинформации, которая может принести серьезный ущерб, если следовать им буквально, не принимая во внимание другие параметры ситуации.

Ежедневные изменения котировок акций в основном вызваны кратковременными и случайными факторами. Если рассматривать короткие периоды, то рынок проявляет тенденцию к спаду после нескольких дней чрезмерного оптимизма и, сходным образом, к подъему — после нескольких дней чрезмерного пессимизма. Связывать эти скачки оптимизма и пессимизма с прибылями компаний совершенно неверно. Такие представле-

ния вредны, потому что независимо от того, что говорится в выпусках новостей — растет ли стоимость акций, поскольку ожидания оптимистичны, или эта стоимость снижается, поскольку они пессимистичны, — это в любом случае предложение активно играть на бирже, причем ошибочное. Если бы публика понимала это, она могла бы уяснить также, что в ее интересах реже играть на бирже (продавать и покупать), но это означало бы снижение влияния и доходов наиболее успешных и могущественных игроков.

Вдобавок к тому, что ложное представление о связи рынка акций и прибылей компаний дает возможность профессионалам Уолл-стрит поддерживать привычный уровень комфорта, оно открывает возможности для других типов игроков — тех, кто абсолютно не заинтересован в развитии американского свободного предпринимательства и рынков. Неблагоприятные результаты компаний всегда дают возможность хроническим пессимистам, считающим, что бизнес вообще изначально порочен и что акции в конце концов обесценятся, еще один абсурдный повод заявлять, что американская экономика была, есть или будет находиться в гораздо худшем состоянии, чем кажется на первый взгляд. Целая толпа замшелых финансовых «академиков», которые вложили свои деньги в надежные, хотя и приносящие мало дохода государственные облигации, всегда готовы представить ошибочные «исследования», которые якобы показывают, что, если только соотношение P/E акций выше, чем это было в 30-х годах, резкий спад рынка неизбежен. Когда это соотношение высокое и по чисто случайным причинам котировки акций, действительно, снижаются в течение какого-то периода времени, эти «ученые» просто раздуваются от гордости.

Такие исследования, в свою очередь, служат источником вдохновения для любителей недооцененных акций\*, которые до сих пор почитают Бенджамина Грэма, несмотря на то что

---

\* В оригинале value boys — это люди, пытающиеся найти акции, которые, по их мнению, существенно недооценены, ожидая, что цена таких акций скоро вырастет. — *Прим. пер.*

благодаря использованию своих методов он разорился по крайней мере дважды, а его последователи не сумели воспользоваться преимуществами бычьих рынков 80-х и 90-х годов, когда индекс Доу–Джонса вырос в 14 раз. Взаимный фонд Rea, действительно, в 1976 году использовал метод Грэма. В результате инвестор, который вложил свои деньги в этот фонд в год основания, через десять лет получил бы прибыль в три раза меньше, чем если бы он просто купил акции компаний, входящих в индекс S&P 500, и реинвестировал дивиденды.

Если бы только цена акций снижалась, когда прошлые, текущие и будущие доходы компании были высокими, авторы и сторонники подобных заблуждений были бы в полнейшем экстазе. К несчастью для них, такого никогда не происходит. Пока они ждут такого чудесного момента, оказывается, что, к своему бурному негодованию, они раз за разом упускают возможность разбогатеть. Нет ярости более ожесточенной, чем та, что клокочет в груди людей из «старой гвардии», которые ничего не делают и поэтому становятся свидетелями того, как более энергичные и решительные конкуренты оттесняют их на второй план.

## Нечеткие критерии

Вспомните об Эрнсте Вэйле, талантливом, но наивном писателе из романа Марио Пьюзо *The Last Don* (Последний дон). Босс — владелец киностудии говорит Вэйлу: «Я нутром чувствую, что это будет фильм-сенсация. И помни — ты получишь 10% чистого дохода. У тебя настоящий талант. Ты можешь разбогатеть на этой картине, особенно если Академия даст ей Оскара». (Ранее он говорит героине книги Клаудии, что сценарий — это «кусоч дерьма».)

Клаудиа, как и некоторые «избранные» инвесторы, а также те, кто сейчас читает эту книгу, все понимает. Она «увидела, что Вэйл проглотил крючок. Бедняга даже не догадывался, что 10% чистого дохода — это 10% дырки от бублика».

Уловка с обещанием процента от чистой прибыли была подробно описана в статье, которая появилась в 1989 году в *Los Angeles Lawyer*\*. Ее авторы, Стивен Силлс и Айвэн Алексрод, пишут, что менее 5% фильмов показывают чистую прибыль. Вот всего один пример: вышедший в 1994 году фильм «Форрест Гамп» был одним из самых успешных фильмов того времени и принес общую прибыль в 650 млн долл. Уинстон Грум, автор сценария, должен был по контракту получить 3% от чистой прибыли. Но так же, как Эрнст Вэйл и многие инвесторы, которые в изумлении наблюдали, как стоимость их акций испарялась вместе с корпоративными доходами, Грум был поражен, узнав, что компания Paramount заявила, будто фильм принес компании 60 млн долл. убытков. Paramount вычла из доходов этого фильма 32% комиссионных, чтобы «покрыть возможные убытки от других фильмов». Игравший главную роль в этом фильме Том Хэнкс, может быть, более опытный в голливудских уловках, а может быть, действующий так благодаря квалифицированным советам своего адвоката, оговорил в своем контракте процент от валового дохода. Что касается Грума, то в результате иска, который он подал против киностудии Paramount, ему пообещали процент от валового дохода от продолжений «Форест Гампа», которые, к его сожалению, так никогда и не были сняты.


Вэйл и Грум слишком дорого заплатили за науку о довольно эфемерной природе доходов. Слишком много неопределенности, разброса и нечеткости, когда речь идет об уровне, временных характеристиках и динамике доходов, чтобы на них можно было положиться. Но для многих инвесторов финансовая жизнь и смерть часто висят на волоске.

## Проверка представлений

Мудрые люди знают, что они вряд ли добьются успеха, если будут полагаться на традиционные объяснения динамики

---

\* Steven Sills and Ivan Alexrod. Profit Participation in the Motion Picture Industry//Los Angeles Lawyer, April 1989.



рынка, но подавляющее большинство инвесторов обманывают и по-крупному, и по мелочам. Для того чтобы защитить наших читателей от подобных манипуляций, мы проверили каждое из традиционных представлений о рынке, перечисленных выше, и вы можете познакомиться с полученными нами результатами.

Давайте начнем с анализа реальной связи между поведением рынка и прибылями. Существует множество отсроченных, опережающих эффектов, соотношений, которые нужно проверить. Лучший способ для этого, как показывается в гл. 8, — это построить диаграммы рассеивания. Если данные распределены достаточно близко от линии регрессии — это значит, что существует сильная взаимосвязь, если же они напоминают бесформенное облако, тогда ясно, что эта взаимосвязь слабая или ее нет вообще. На каждом из графиков показано соотношение доходности из индекса цен на ценные бумаги Standard & Poor и данных о прибылях из глобальной базы данных Лондонской школы бизнеса, которые будут детально обсуждаться в гл. 9.

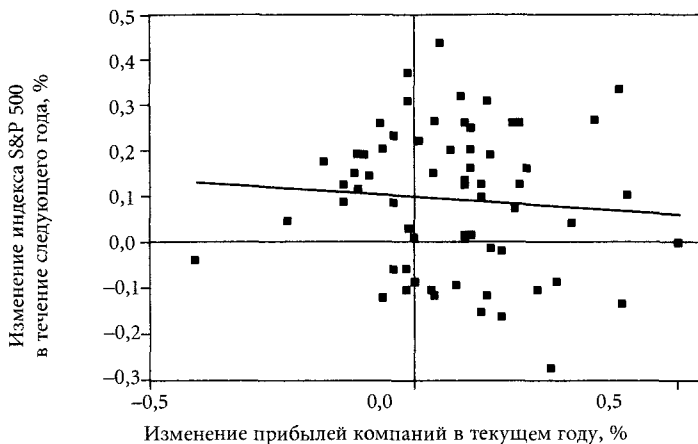
Мы начнем с анализа соотношений для одного года, доходы соотнесем с прибылями, полученными в том же году. Предполагается, что цены на акции должны снижаться, когда доходы снижаются, и, наоборот, повышаться при росте доходов. Этого не происходит, скорее мы видим обратное:

1. Если прибыли компаний S&P 500 выросли в данном году, то сам S&P 500 покажет худшие результаты, чем в среднем.
2. Если прибыли компаний в данном году падали, то S&P 500 в этом году вырастет больше, чем в среднем.

Это обратное соотношение вы можете увидеть на рис. 2.1. Обратите внимание на небольшой наклон линии регрессии. Это признак того, что статистики называют отрицательной корреляцией. Когда доходы снижаются, цены на акции возрастают чаще, чем понижаются.



**Рисунок 2.1. Изменения прибылей компаний в текущем году как предиктор изменений индекса S&P 500 в следующем году (1937–2001)**



$$y = 9,6\% - \frac{1}{5}(x)$$

$$R^2 = 0,5\%$$

*Источник:* Standard & Poor's Security Price Index Record

В реальности было 22 года из тех 65, что представлены на графике, когда цена акций снижалась. Средний доход для компаний из S&P 500 в эти годы поднялся на 14,2%. Сравните с теми 43 годами, когда цена повышалась, — доход в эти годы поднялся лишь на 4,9%.

Мы использовали регрессионный анализ и получили уравнение, которое отражает небольшую отрицательную корреляцию между ценой на акции и прибылью в следующем году:

доходность вложений в S&P 500 = 9,6% – 1/5 годового изменения прибылей компаний, входящих в S&P, или

$$9,6\% - 1/5 (\text{S\&P } 500 \Delta).$$

Например, представьте себе, что в данном году прибыли компаний S&P 500 выросли на 22%. Если подставить это зна-

чение в приведенную формулу, то получим:  $9,6\% - 1/5(22\%)$ , что равносильно предсказанию, что в следующем году индекс S&P 500 вырастет на  $5,2\%$ . Нужно иметь в виду, что средний ежегодный рост равен  $9,6\%$  в год, следовательно, полученное значение в  $5,2\%$  ниже среднего. А вот если прибыли компаний S&P упадут за год на  $22\%$ , тогда в следующем году, согласно формуле, индекс вырастет на  $9,6\% - 1/5(-22\%)$ , или на  $14\%$ .

Уравнение «объясняет» только около  $5\%$  отклонений индекса S&P 500 от его нормального поведения. Это утверждение можно выразить и в такой форме: если инвестор ничего не знает об изменениях доходности в течение года, то наилучшим прогнозом изменения дохода в 2002 году для компаний S&P 500 будет  $9,6\%$ , т.е. среднее ежегодное изменение. Этот прогноз будет, однако, иметь большой диапазон ошибки, который можно сократить на  $0,5\%$ , используя приведенную нами формулу. Такое сокращение может быть чисто случайным только в семи случаях из ста.

После того как мы узнали, что доходы компаний в данном году негативно связаны с ростом рынка в следующем году, можно задать вопрос о том, что будет, если использовать более детальные данные за квартал (или за три месяца): может быть, связь станет позитивной? Нет. Мы получаем ту же негативную зависимость. Диаграмма рассеяния для соотношения прибылей в данном квартале и ростом S&P 500 в следующем это ясно показывает. Точки снова группируются в левом верхнем и правом нижнем квадрантах, что показывает негативную корреляцию.

Если доходы выросли в каком-то квартале, то в следующем за ним квартале S&P 500, вероятно, поведет себя хуже, чем в среднем. Если же доходы снижались в течение квартала, то результаты S&P 500 в следующем квартале, напротив, будут лучше, чем в среднем, что показывает рис. 2.2.

Используя данные за 65 лет, в течение которых среднее изменение индекса S&P 500 за квартал равнялось  $2,5\%$ , мы рас-

**Рисунок 2.2.** Изменения прибылей компаний в текущем квартале (по сравнению с результатами аналогичного квартала прошлого года) как предиктор изменений индекса S&P 500 в следующем квартале (1937–2001)



$$y = 2,5\% - \frac{1}{16} (x)$$

$$R^2 = 3\%$$

Источник: Standard & Poor's Security Price Index Record

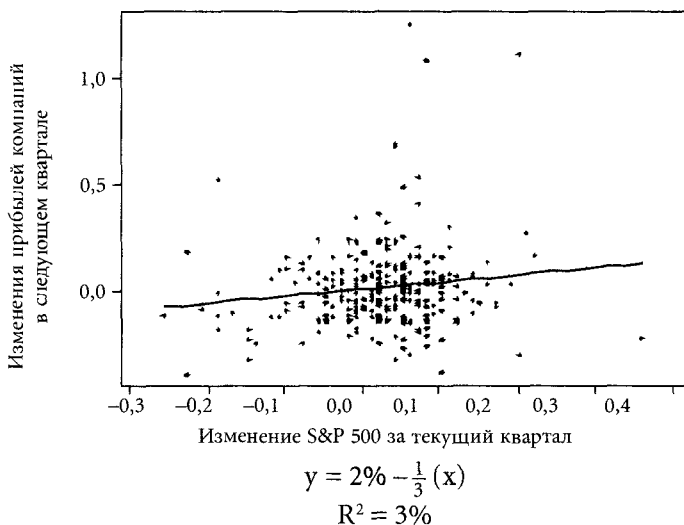
считали формулу регрессии, которая может приблизительно предсказывать изменение S&P 500 в следующем квартале на основе данных о прибылях компаний в текущем квартале. Эта формула выглядит следующим образом:

Ожидаемое изменение S&P в следующем квартале = 2,5% – 1/16 изменения прибыли компаний, входящих в S&P 500, за текущий квартал по сравнению с аналогичным кварталом прошлого года.

Данное соотношение объясняет 1% всей вариации индекса S&P 500. Поскольку теперь расчеты основываются на данных за 258 кварталов, а не за 40 лет, как в анализе, приводившемся выше, вероятность того, что описанная зависимость случайна, снижается — всего 1 шанс из 200.

Когда мы анализировали различные данные о взаимосвязи прибылей компаний и поведения рынка, то обнаружили один совершенно неожиданный показатель (рис. 2.3), имеющий прогностическую ценность. На фондовом рынке есть старая поговорка, что «цены на акции предсказали девять из пяти последних рецессий». Когда мы анализировали все возможные соотношения между прибылями и доходностью рынка, то обнаружилось, что изменения индекса S&P в данном квартале предсказывают прибыли компаний в следующем квартале.

**Рисунок 2.3. S&P 500 предсказывает прибыли компаний. Изменение S&P 500 за текущий квартал как предиктор изменения прибылей компаний в следующем квартале**



Источник: Niederhoffer Investments

Соотношение такое:

Изменение прибылей компаний  
в следующем квартале =  $2\% + 1/3$  прироста  
индекса в данном  
квартале.


Приведенная выше формула объясняет около 3% вариаций изменений прибылей компаний. Со статистической точки зрения, этот результат обладает высокой степенью достоверности для 258 кварталов, данные по которым были проанализированы. Это соотношение, конечно, предсказывает не доходность инвестиций в фондовый рынок, а прибыли компаний.

Мы познакомили со своими выводами одного из наших читателей, Билла Игэна, доктора наук, который специализируется одновременно (это очень редкое сочетание) на аналитической химии и прикладной статистике. Более того, его жена — специалист по психометрике, следовательно, в этой семье статистика — действительно «семейный бизнес». Игэны, чтобы проверить наши выводы, провели свои собственные расчеты, независимо от нас и на основе другой базы данных. Они анализировали еженедельные данные с 1962 по 1994 год и также обнаружили, что изменения индекса S&P 500 могут предсказывать будущие прибыли для компаний из S&P 500, но корреляция этих величин отрицательна.

Конечно, эти регрессионные уравнения не объясняют все прошлые изменения доходности акций — только лишь их малую часть, но, дорогой читатель, эти знания, какими бы скудными они ни были, все же лучше, чем слепая вера в советы, которые даются в финансовой прессе. И, конечно, использовать такой анализ гораздо разумнее, чем, ориентируясь на «чистую прибыль», разделить печальную судьбу Эрнста Вэйла.

## Иррациональные соотношения

Отношение цены акции к прибыли на одну акцию (P/E), как телега за лошадью, следует за отношением между доходностью

 акций и прибылью компании. Низкое P/E, с точки зрения дилетантов, предсказывает хорошую доходность акций, а высокое P/E — низкую. Эта идея явно проглядывала в знаменитой речи об «иррациональном энтузиазме» председателя Федеральной резервной системы Алана Гринспена, которую он произнес 5 декабря 1966 года. Сама фраза «иррациональный энтузиазм» была запущена в обиход профессором Йельского университета Робертом Шиллером, когда он познакомил Гринспена с результатами своего исследования соотношений P/E за неделю до вышеупомянутой речи. Профессор Шиллер сказал нам, когда мы его интервьюировали во время делового завтрака, что на самом деле председатель Федеральной резервной системы решил действовать и активно вмешаться в ситуацию на фондовом рынке после того, как профессор Шиллер задал ему тонко просчитанный вопрос: «Когда в последний раз председатель Федеральной резервной системы заявлял, что, по его мнению, цены на акции, возможно, слишком высоки?»

Если когда-то и было получено экспериментальное подтверждение известной детской поговорки «не хватило гвоздя — и королевство пало», то именно в этот раз. Каждый понимал, что даже простой намек со стороны председателя Федеральной резервной системы на опасения относительно цен на фондовом рынке приведет к бурной и непредсказуемой реакции рынка. Цепь катастрофических событий, запущенных этим намеком, была такой ужасной, что мы посвятили первую главу нашей книги ее описанию, используя для этого образы из классического рассказа-«ужастика» Ги де Мопассана «Орля».

Начнем с расчета реального соотношения P/E для всего фондового рынка и сравним его с последующим поведением рынка. Эта задача не так легка, как может показаться на первый взгляд. Например, в марте 2002 года соотношение P/E компаний, входящих в S&P 500, по данным агентства Standard & Poor's, было равно 29, а по данным Barron's — 40 и, наконец,

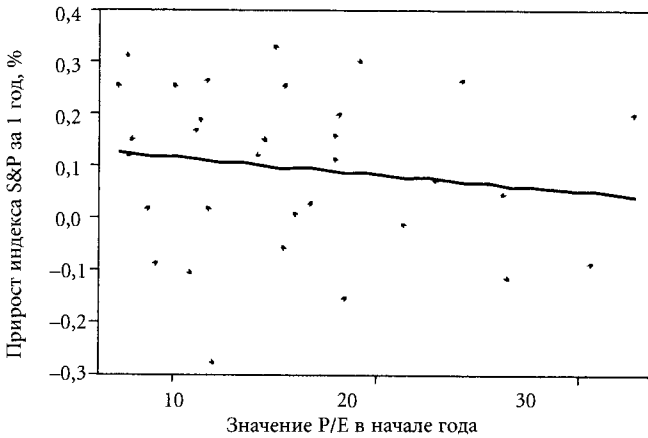
по данным Bloomberg — 62. Выбирайте, что вам больше нравится. Сравните эти цифры со средним уровнем за последние 50 лет — 16,1 — или с каким-то другим ориентиром по вашему выбору. Могут возникнуть сомнения в том, что вообще можно делать какие-то выводы на основе такого подвижного и неустойчивого индикатора.

Почему же мы видим такие противоречия в данных относительно P/E? Простого ответа на этот вопрос, к сожалению, нет. Многие компании, предоставляющие отчеты за календарный год, делают это только в середине апреля. В результате часто трудно определить, к чему относится представленное значение P/E — к данным за последние 12 месяцев или за прошедший календарный год. Более того, неясно, включены ли в эти расчеты компании, потерпевшие убытки (или получившие «отрицательный доход»), и учитывались ли их показатели при расчете индекса P/E для всего рынка. Еще одна проблема заключается в том, что сведения о доходах со временем часто пересматриваются, поэтому первоначально опубликованные данные могут существенно отличаться от тех, что появляются через несколько лет в сводных отчетах, базах данных цен и других источниках информации.

Если посмотреть на эти данные ретроспективно, то связь между соотношением цена/прибыль и поведением рынка представляется весьма туманной. Уровень в 30 пунктов, который преобладал в 1929 году, и низкая доходность рынка в последующие годы часто приводятся как пример предсказательной силы соотношения P/E. Тем не менее в начале 1970-х годов соотношение P/E для компаний, входящих в S&P 500, было равно 16, а ежегодный рост рынка в последующие пять лет составлял всего 6% в год. В начале 1994 года соотношение P/E было равно 21,3, а рынок в следующие пять лет рос в среднем на 21% в год.

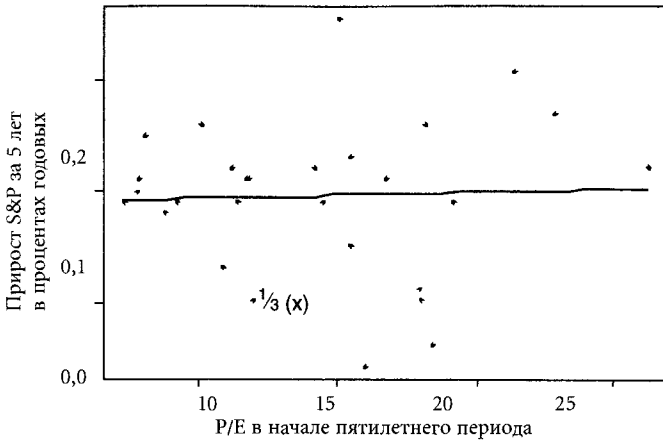
Каким образом можно провести систематическое научное исследование характера взаимосвязи между соотношением P/E и поведением рынка, а не полагаться на отдельные примеры и

**Рисунок 2.4. Значение P/E в начале года как предиктор прироста S&P за год**



Источник: Standard & Poor's Security Price Index Record

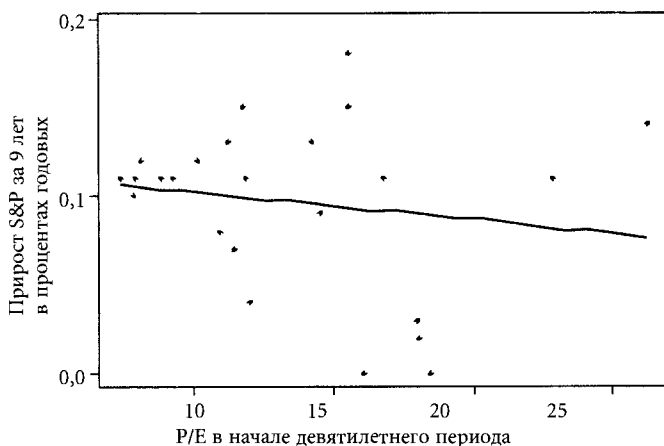
**Рисунок 2.5. Значение P/E в начале пятилетнего периода как предиктор среднегодового прироста S&P в течение данного пятилетнего периода**



Источник: Standard & Poor's Security Price Index Record



**Рисунок 2.6.** Значение P/E в начале девятилетнего периода как предиктор среднегодового прироста S&P за данный период



*Источник:* Standard & Poor's Security Price Index Record

смутные догадки? Первым шагом на этом пути должно быть использование именно тех данных, которые были доступны для инвесторов в тот момент, когда они принимали решение продавать или покупать. Мы используем для этой цели копии напечатанных в то время таблиц индекса Standard & Poor's\*.


Далее нужно проанализировать диаграммы рассеяния. Рис. 2.4–2.6 показывают соотношение между уровнями P/E в начале года и ростом индекса S&P 500 в последующий год, следующие пять и девять лет.

Графики показывают, насколько неустойчиво это соотношение и как оно меняется с течением времени. На рис. 2.4 и 2.6 (доходность за год и девять лет) линия регрессии проходит из верхнего левого в правый нижний угол, что показывает слабую негативную связь. Иными словами, высокие значения P/E предсказывали низкую доходность индекса S&P 500 в последующие год и девять лет.

\* Standard & Poor's Security Price Index Record. — New York: McGraw-Hill, 2001.

А вот на рис. 2.5 все наоборот: линия идет из левого нижнего в правый верхний угол, что показывает положительную корреляцию, т.е. высокие уровни P/E способствовали высокой доходности рынка.

Шиллер в своей книге *Irrational Exuberance* (Иррациональный энтузиазм), опубликованной в 2000 году, почему-то не привел графики для пяти лет, как и любые другие, которые показывают позитивную связь между интересующими нас показателями. Они ведь не подтвердили бы гипотезу об «иррациональном энтузиазме». Еще одна проблема заключается в том, что если, как это сделал Шиллер, использовать неперекрывающиеся периоды в десять лет, то их наберется всего 10 за одно столетие (годы с 1-го по 10-й, с 11-го по 20-й и т.д.), таким образом, мы получаем для статистических выводов всего десять точек наблюдения. Как вам скажет любой специалист по статистике, если у вас меньше 30 точек наблюдения, обоснованный вывод сделать практически невозможно.

 Обобщая, можно утверждать, что наше исследование продемонстрировало следующее: связь между P/E и поведением рынка в период с 1950 по 2001 год была абсолютно случайной.

Мы не одиноки, делая подобный вывод об отсутствии существенной связи между двумя вышеупомянутыми показателями. Кеннет Л. Фишер и Мейр Статман, проводившие исследование такой возможной взаимосвязи по данным с 1872 по 1999 год, также пришли к заключению, что P/E не дает надежного прогноза относительно доходов в последующие годы. «Нет статистически достоверной зависимости между соотношением P/E в начале года и приростом рынка за этот или за два следующих года»\*, — писали они.

В письме, которое Фишер прислал нам по электронной почте, он пишет о «странных предположениях», которые лежат в основе выводов Шиллера. «Книга Шиллера — это по сути

\* Kenneth L. Fisher and Meir Statman. Cognitive Biases in Market Forecasts: The Frailty of Forecasting//Journal of Portfolio Management, Fall 2000.

манипуляции с данными, — писал он. — Не играет никакой роли, какие значения P/E вы считаете низкими, а какие — высокими. В любом случае P/E не обладает никакой существенной предсказательной силой относительно динамики рынков, по крайней мере на тот срок, который интересует большинство инвесторов, — на пять и более лет».

Забавно, что из-за методов расчета P/E существует тенденция к завышению положительной корреляции между P/E и доходами. Это происходит в результате мало кому известного обстоятельства: отчеты компаний о доходах за календарный год публикуются на самом деле не в конце года, а через месяц, а то и через три месяца после его окончания. Если вдруг случается неожиданный приятный сюрприз и по итогам года доходы оказываются хорошими, то следующий год сразу получает преимущество, и это приводит к тем отрицательным корреляциям, которые так нравится демонстрировать Шиллеру.

Например, предположим, что значение P/E для рынка всегда 10, цена определенных акций 31 декабря — 100, а предполагаемые прибыли — 10. Предположим также, что в марте были получены неожиданно хорошие прибыли на уровне 12 долл. Цена после сообщения о таких доходах поднимется до 120. Но значение P/E, подсчитанное на основе декабрьских цен и прибылей, полученных в марте, будет  $100/12$ , или 8,5. «Доходность» акций на этот год уже будет 20% на то время, когда будут получены данные о прибылях в марте. Таким способом и получают связь между низким значением P/E и высокими доходами. Аналогичным образом высокие значения P/E будут ассоциироваться с низкими доходами.

Мы указывали на эту проблему многим ученым, которые изучают такие взаимосвязи, включая профессора Шиллера. Они всегда отвечали нам, что делают поправку на указанный выше сдвиг, если могут использовать цены на акции в тот день, когда выходит отчет о доходах, но такая коррекция стала возможной только в последние годы. В любом случае выводы академических ученых не слишком убедительны, поскольку они учитывают в сво-

ем анализе только те компании, которые показали позитивные результаты (т.е. прибыль, а не убытки) в рассматриваемом году.

Словом, с данными, которые используются учеными, так много проблем, что «академикам» очень трудно убедить таких скептиков-практиков, как мы. Мы уже говорили, что есть еще ряд искажений данных, таких как ретроспективная коррекция отчетов, которые делают выводы на основе исторических данных еще более сомнительными. Неудивительно, что все попытки применить гипотезу о связи низких значений Р/Е с высокими доходами в будущие годы на практике принесли такие удручающие результаты. Достаточно сказать, что, если не принимать во внимание все указанные нами дефекты и подтасовки данных в пользу гипотезы, поддерживаемой Шиллером, даже его собственные данные показывают корреляцию, близкую к нулю.

В такой ситуации единственная возможность, которая остается у академических ученых — приверженцев данной концепции, — это или использовать при анализе перекрывающиеся временные периоды (т.е. 1–10-й годы, 5–15-й и т.д.), или, как делают некоторые из них, просто отбрасывать и не учитывать данные за последние годы, которые показывают тенденцию, прямо противоположную той, что они постулируют.

Если зависимость так слаба и недостоверна, почему столько людей в нее верят? Фишер и Статман полагают, что дело в психологическом феномене, который называется «иллюзией обоснованности». Люди склонны верить своим представлениям и считать их значительно более точными, чем это подтверждается фактами. Фишер также полагает, что люди верят в сказки о прогностической ценности Р/Е, поскольку боязнь высоты (как и высоких значений) была очень полезна для выживания наших предков и передалась нам с генами. «Все, что ассоциируется с высотой, пугает нас, — писал Фишер, — даже высокие значения Р/Е не исключение».

Наш друг доктор Бретт Стинбаргер, профессор психиатрии, занимающийся вопросами поведения, с медицинского факультета университета SUNY в Сиракузах, шт. Нью-Йорк,

## Разоблачение пропаганды корпоративных прибылей

Экономист даст такое определение прибыли: это постоянный приток наличности, благодаря которому можно делать выплаты акционерам, не снижая при этом стоимости фирмы. Но прибыли, о которых сообщают акционерам, — это учетные доходы, и фирмы благодаря многочисленным условностям и предположениям имеют возможность манипулировать величиной этих прибылей в достаточно широком диапазоне. Более того, практика и системы бухгалтерского учета постоянно развиваются. Лучшие умы бухгалтеров, консультантов и менеджеров, к несчастью, обладают очень сильными мотивами для того, чтобы использовать свои знания и таланты для изобретения более динамичных изощренных и запутанных приемов бухгалтерского учета. Как показали Дарвин и Уоллес на многочисленных примерах, в результате процесса адаптации к окружающей среде вид очень сильно отличается от своего первоначального облика. Также и в финансовой сфере: критерии проверки достоверности прибылей, которые предлагаются в книгах, оказываются устаревшими и неприменимы к сегодняшней реальной практике бухгалтерского учета.



Например, замечательная работа Хаима Леви *Introduction to Investments* (Введение в инвестиции), впервые опубликованная в 1980 году, знакомит читателей с признаками высококачественных прибылей. Итак, высококачественные прибыли консервативны, могут быть распределены, стабильны, они постоянные, а не разовые, их получают внутри страны, они понятны, т.е. это операционные и нормальные прибыли. В отличие от них низкокачественные прибыли неустойчивы, либеральны и непредсказуемы. Они разовые, нереалистичные, преувеличенные, сложные, получают в офшорных зонах, относятся к финансовым транзакциям. Хотя все

эти примеры вполне разумны, им не хватает оперативности и остроты, которая, например, отличает «отчеты с передовой» о современной бухгалтерской практике, публикуемые в *Wall Street Journal* и других финансовых журналах. Как если бы современные книги по технологии производства использовали исследования, основанные на практике разделения труда, существовавшей в середине XIX столетия.

Список «тревожных сигналов», предложенный Леви и включающий толстые отчеты аудиторов, сокращение дискреционных затрат и изменение метода ведения бухгалтерского учета, представляется более полезным для нового тысячелетия. Однако все приведенные им конкретные примеры преувеличенных активов и заниженных обязательств можно обобщить как частные случаи завышения начисленных прибылей в сравнении с наличными прибылями, которые описаны в данной главе.

Для поддержания высоких цен своих акций компаниям приходится прилагать усилия, чтобы результаты их деятельности соответствовали прогнозам аналитиков. Причем бухгалтеры часто действуют как соавторы при создании картины «желательных прибылей», вместо того чтобы быть независимыми контролерами и гарантами законности действий компании.

Чтобы не оказаться жертвой подобных манипуляций, хороший аналитик относится к отчетам о прибылях критически и создает для себя список критериев, который позволяет отделить надежную информацию от сомнительной. Мы создали свой собственный подобный список, включив в него популярные в данный момент приемы, направленные на то, чтобы скрыть истинную картину финансового здоровья компании.

1. **Преждевременно показанные доходы** (Front-end income loading). Некоторые компании сообщают о пол-

ных доходах от текущих заказов в то время, когда работа по ним еще не закончена и может занять длительное время.

2. **Займствование.** Использование кредитов может создать впечатление роста доходов.
3. **Капитализация затрат.** Некоторые компании капитализируют затраты как активы, а потом постепенно погашают затраты в течение какого-то срока. Например, компания America Online капитализировала затраты на рассылку своего программного обеспечения потенциальным будущим клиентам вместо того, чтобы отчитываться о них как об издержках. У фирм есть возможность для маневра при отчете о расходах на разработку программного обеспечения, создание новых фирм и так далее. Инвесторам следует обращать внимание на неожиданное увеличение капитализированных расходов.
4. **Время публикации отчета о расходах.** Манипулирование такими дискреционными расходами, как расходы на рекламу, исследования и разработки, чтобы «сглаживать» прибыли.
5. **Манипулирование объемом продаж.** Ускорение или замедление продаж, чтобы «сглаживать» прибыли.
6. **Бухгалтерские отчеты о покупках компаний I:** Списание исследований и разработок. Когда одна компания покупает другую, разница в цене покупки и стоимость активов приобретенной компании распределяется между специально определенными нематериальными активами и гудвиллом\*. Некоторые фирмы определяют существенную часть этой ценовой разницы как специальный нематериальный актив под названием «Продолжа-

\* Goodwill (гудвилл) — условная цена деловых связей компании, превышение цены покупки над реальной рыночной стоимостью приобретенных нетто-активов. — *Прим. пер.*

ющиеся исследования и разработки». После покупки он списывается, и в отчете показывается единовременный убыток. После такой манипуляции любая польза, полученная от этих исследований, оказывается не связанной с затратами на исследования и разработки. Для того чтобы лучше уяснить ситуацию в компании, хороший аналитик игнорирует списание, расценивает затраты на исследования и разработки как один из активов и амортизирует их.

7. **Бухгалтерские отчеты о покупках компаний II:** Запутывание. После крупных покупок других компаний публикуются намеренно запутанные финансовые отчеты, чтобы их было трудно сравнивать с отчетами за предыдущее время.
8. **Бухгалтерские отчеты о покупках компаний III:** Гудвилл. Амортизация гудвилла в течение длительного периода повлияет на прибыли значительно меньше, чем если его амортизировать быстро. Таким образом, компании, у которых есть возможность списывать гудвилл в течение долгого времени, получают преимущество.
9. **Расходы на реструктурирование.** Затраты на реструктурирование обычно учитываются немедленно. Если применяется стратегия «большой стирки», компания «случайно» переоценивает размер резерва для реструктурирования, а потому постепенно «исправляет» эту ошибку, и в результате появляется прекрасный источник надежного дохода для будущего.
10. **Консолидированные итоги.** Широко используемый метод консолидированной отчетности позволяет компании указывать в отчете весь доход дочерних компаний как часть дохода материнской компании без указания активов и обязательств дочерних компаний в балансовом отчете материнской компании.



11. **Издержки из-за деградации активов** (Asset Impairment Charges): Правило 121 Совета по стандартам финансового учета (FASB) требует, чтобы компании в своих финансовых отчетах уменьшали стоимость активов, если текущая стоимость расчетных денежных потоков от этих активов ниже, чем их балансовая стоимость. Это дает руководству корпорации достаточную свободу маневра, потому что именно оно рассчитывает будущие денежные поступления. Например, топ-менеджеры могут списывать активы в те годы, которые в любом случае принесли плохие прибыли, в надежде, что инвесторы проигнорируют такое списание на фоне общих проблем. Такой прием сокращения предстоящих издержек на амортизацию помогает «увеличить» будущие прибыли.
12. **Бухгалтерский учет опционов на акции компании.** У компаний достаточно много свободы в том, как отчитываться и не отчитываться ли вообще об опционах, которыми награждаются менеджеры и сотрудники компании. Тем компаниям, которые решают включить эти акции в отчет, FASB дает возможность выбрать один из трех возможных методов.
13. **Складские запасы и дебиторская задолженность.** Манипулирование отчетными прибылями при помощи таких активов, как дебиторская задолженность (подразумевается, что она обязательно будет выплачена) и складские запасы продукции (подразумевается, что она непременно будет продана).
14. **Запасные возможности.** Использование резервов, продаж ценных бумаг и активов, чтобы «сглаживать» прибыли.
15. **Изменение метода бухгалтерского учета.** Использование новых стандартов бухгалтерского учета, чтобы продемонстрировать рост доходов.
16. **Смена аудитора.** Это часто означает, что топ-менеджмент компании хочет использовать бухгалтерские трю-

ки, чтобы продемонстрировать прибыли. Рынок обычно наказывает компании, заменяющие аудиторов, потому что это создает впечатление нечистоплотности. Однако во время скандала Enron/Andersen у многих фирм, напротив, появилась возможность вызвать позитивную реакцию рынка, отказавшись от аудиторских услуг фирмы Arthur Andersen.

### **Новые стандарты S&P**

Рейтинговое агентство The Standard & Poor's ввело метод расчета прибылей, который был создан для того, чтобы сделать отчеты о них более точными. Новый стандарт, названный «центральные прибыли» (core earnings), корректирует чистый доход при помощи учета:

- расходов на предоставление опционов менеджерам и сотрудникам компании;
- реструктуризации доходов от текущих операций;
- списания и амортизации текущих оборотных активов;
- выплат в пенсионный фонд;
- расходов на исследования и разработки, взятые на баланс после покупки другой компании.

Новый стандарт исключает:

- прибыли или убытки от продажи активов;
- прибыли от пенсионных инвестиций;
- нереализованные доходы или убытки от хеджирования ценных бумаг.

В некоторых случаях изменения прибылей при использовании нового стандарта будут очень существенными. Например, компания General Electric в 2001 году сообщила о получении чистой прибыли в 1,42 долл. на одну акцию. Если исключить рост инвестиций в пенсионный фонд, согласно стандарту S&P, то прибыли уменьшатся до 1,11 долл. Компания Cisco

Systems в 2001 фискальном году сообщила о чистом доходе в 14 центов на акцию, но если учесть расходы на опционы, то по методу S&P получается убыток в 35 центов на акцию.

Получив информацию о современных приемах манипуляции прибылями, о которых мы рассказали, и способах коррекции этих манипуляций при помощи метода «центральной прибыли», предложенного S&P, читатель сможет обнаружить признаки неблагополучия в отчетах о прибылях. Для того чтобы еще глубже разобраться в этой проблеме, следует обратиться к трем великолепным книгам: *Quality of Earnings* (Качество прибылей)\* Торнтон Л. О'Глова, *Financial Shenanigans* (Финансовые махинации)\*\* Ховарда Шилита или *The Dark Side of Valuation* (Темная сторона финансовых оценок)\*\*\* Асуата Дамодарана .

\* Thornton L. O'Glove. *Quality of Earnings*. — New York: Free Press, 1987.

\*\* Howard Schilit. *Financial Shenanigans*. — New York: McGraw-Hill, 2002.

\*\*\* Aswath Damodaran. *The Dark Side of Valuation*. — Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 2001.

основной темой исследования которого является многомерное моделирование поведения игроков на фондовом рынке, в своем письме описал еще один тип иллюзии, который может работать в данном случае. Вот что он пишет:

Группа ученых из Лондонской школы бизнеса недавно завершила исследование, показавшее, что трейдеры, для которых характерна высокая степень «иллюзии контроля», показали менее успешные результаты в биржевой игре.

Склонность к «иллюзии контроля» измерялась так: трейдеры играли в компьютерную игру, в которой надо было угадывать числа, якобы представляющие какую-то последовательность, а потом оценить свою уверенность в правильности догадок, т.е. шансы на будущий успех. Трейдеры не знали, что на самом деле числа были совершенно случайными. Поэтому уверенные в себе трейдеры подобны людям, утверждающим, что они видят четкую закономерность в таблицах абсолютно случайных чисел, полученных, например, при помощи подбрасывания монетки.



Я готов утверждать, что трейдеры и инвесторы ориентируются на данные о прибылях по той же причине, по какой умирающие думают о загробной жизни. По той же самой причине самое популярное слово, которое запрашивалось после 11 сентября 2001 года у поисковых систем в Интернете, было «Нострадамус». В ситуации неопределенности люди испытывают острую потребность в понимании ситуации и контроле над ней. Они скорее примут любое, даже необоснованное объяснение, чем предпочтут остаться вообще без объяснения. Иллюзия контроля лучше, чем осознанное отсутствие контроля.

Вот почему люди, страдающие синдромом внезапной паники, придумывают изощренные гипотезы о причине своей болезни. Если первый приступ болезни случился в супермаркете, они начинают избегать супермаркетов; если он случился, когда они размышляли на определенную тему, они пытаются вытеснить эту тему из своего сознания. Пример, который я использовал в своей книге, — это пациентка, которая первый раз испытала приступ паники, въезжая на эстакаду на автомагистрали, с тех пор она отказывалась въезжать на любые наклонные плоскости, включая пандусы в гаражах и т.п.

Такие представления создали в ее жизни не только массу проблем (она вообще перестала водить машину), но и укрепили ее иллюзорное убеждение в том, что она способна контролировать свою тревожность.

С этой точки зрения, ситуацию, когда пресса впадает в ажиотаж по поводу взаимосвязи между прибылями и будущими ценами на акции, можно рассматривать как реакцию на угрозу и неопределенность. Мы получаем, благодаря этому феномену, информацию о реальной психологии игроков на фондовом рынке. Эта информация даже может помочь предсказать динамику рынка, но прогноз будет отличен от того, который дают эти «мудрецы».

Обратите внимание, как взмывает вверх рейтинг финансовых новостей, когда складывается бычий рынок (т.е. цены на акции значительно повышаются) или когда, наоборот, рынок резко падает. Это происходит потому, что именно в это время инвесторам особенно важно понять, как поступать со своими деньгами. Ведь они могут или упустить возможность заработать, или потерять деньги. Обратиться к техническому или фундаментальному анализу за ответами — это способ обрести контроль над ситуацией.

Ирония заключается в том, что мы можем использовать эти рейтинги финансовых теленовостей как достаточно хороший инструмент для предсказания развития ситуации на рынке!



## Сомневающийся студент

Когда мы встречались с доктором Шиллером за деловым завтраком, то думали, что разгорится жаркая дискуссия. Как ни

странно, Шиллер вовсе не был стопроцентно уверен в надежности и обоснованности своих выводов. Он даже сказал нам, что один из его студентов, Бьорн Тайпенс, подготовил статью, в которой поставил под сомнение корректность выводов своего профессора. «Возможно, эта связь нарушилась, и уже не существует», — сказал нам Шиллер.

Статья Тайпенса *Stock Market Predictability: A Myth Unveiled* (Предсказуемость фондового рынка: развеянный миф) может служить дополнительным доводом в пользу наших выводов:

Использование перекрывающихся данных о долговременной доходности акций вместе с нестационарными данными о доходности дивидендов приводит к ошибочным регрессионным моделям, если предсказывать долговременную доходность акций при помощи доходности по дивидендам... Такая регрессия (в которой размер дивидендов в данном году используется для предсказания доходности акций за последующие один или два года) может служить дополнительным доказательством утверждения, что сильный прогностический потенциал регрессий Кэмпбелла–Шиллера для долговременных трендов — это не более чем миф, появившийся из-за использования перекрывающихся данных и недостаточного для надежного вывода количества наблюдений\*.



С другой стороны, Шиллер сказал нам, что он убежден в том, что рынок вступает в длительный период аномально низких прибылей. Он также выразил уверенность, что «эконометрические исследования подтвердят значимость негативного влияния на доходы высоких значений  $P/E$ », которое он с коллегами обнаружил. Он ссылается при этом на очень сложный, почти неподдающийся проверке метод, который основан на так называемом «стохастическом исчислении». Поскольку суть результатов, полученных при помощи этого метода, сводится к тому, что влияние текущих значений  $P/E$  проявится значительно сильнее в отдаленные годы, чем в ближайшие, они представляются нам абсолютно невероятными. Более того, такая причудливая и загадочная временная динамика соотношения между двумя величинами абсолютно не соответствует тому, что

---

\* Bjorn Tuypens. *Stock Market Predictability: A Myth Unveiled* (Unpublished, 2002).

происходит в реальной жизни, включая многочисленные вычисления и тесты взаимосвязи подобных переменных.

Кажется более вероятным, что величина P/E для данного рынка в конце 2002 года должна оказывать на доходы в 2003 году более сильное влияние, чем величина P/E в 1993 году, разве не так? Поистине нужно быть профессором, чтобы возражать против этого.

Шиллер, правда, в беседе с нами подчеркнул, что сейчас его интересуют исследования в других областях.

## Как работает пропаганда доходности



Тот факт, что и инвесторы, и ученые готовы верить в причинные связи, которые коренным образом противоречат эмпирическим данным, заставляет задать целый ряд вопросов «как?» и «почему?».

Наш ответ на них основан на уроках, которые получены при помощи исследований пропаганды. Пропагандисты, работающие на фондовом рынке, такие же специалисты по использованию страха и жадности, как и профессионалы рекламы или политические пропагандисты. Все они умело используют ложные и несуществующие взаимосвязи. Когда мы впервые в 2002 году написали в своем обзоре на сайте CNBC Money, что никакой взаимосвязи между P/E (цена акций/прибыли) и поведением рынка нет, вопреки распространенным представлениям, которые, по сути, и побуждают публику всегда принимать неверные решения, наши идеи были встречены весьма скептически. Недоверчивые читатели, ознакомившись с нашими биографическими данными, написали нам и посоветовали, чтобы Лорел, которая получила степень бакалавра изящных искусств, вернулась к игре на фортепьяно, а Вик должен работать только ракеткой, потому что его экономический анализ не более успешен, чем результаты управления хедж-фондом, которые он продемонстрировал. Нам сказали, что мы абсолютно исказили то, что ученые говорят о прибылях: на самом деле важ-

ны ожидания, а не реальные результаты. Самое благожелательное замечание сводилось к тому, что мы просто еще раз «изобрели велосипед» и пересказали в несколько искаженной форме старый афоризм: «Покупай, когда на улицах рекой льется кровь, и продавай, когда услышишь победные трубы».

Другие читатели возразили нам, что цены на акции определяются ожидаемыми, а не реальными прибылями. Что касается реальных прибылей, то они дают мало информации об ожиданиях относительно будущего и поэтому не должны оказывать существенного влияния.

Мы с этим никак не можем согласиться. Изменения ожиданий относительно будущих прибылей должны были бы в этом случае тесно коррелировать с опубликованными данными о прибылях. Более того, многочисленные академические исследования связи изменений ожидаемых прибылей компаний, входящих в S&P 500, не нашли никакой зависимости между ожиданиями и будущим поведением акций этих компаний. (Один из неожиданных результатов — это обнаружение слабой положительной связи между изменчивостью ожидаемых прибылей и повышением доходности акций через несколько лет.)

Наша статья вызвала также целый поток возражений и из «медвежьего» лагеря. Вот одно из типичных:

Я думаю, что вы, ребята, подстрекатели или просто плохие репортеры. Если вы подстрекатель, то вы и плохой репортер. Так что вы и плохие репортеры, и подстрекатели. Имейте совесть. Создается впечатление, что вы играете на повышение... если обратить внимание на вашу иррациональную, почти воинствующую точку зрения, а это может означать только одно: вы играете на повышение, теряете кучу денег, но будете упорствовать до конца, пока не потеряете последние деньги.

Ирония заключается в том, что 1 апреля, когда мы получили это письмо, у нас была открыта значительная короткая позиция. Доказательством этому может служить наш обзор на CNBC Money в этот день.

Навешивание ярлыков, подобное тому, что использовалось в приведенном письме, — это типичный пропагандистский прием. Пропаганда побуждает людей совершать такие действия, которые принесут больше пользы пропагандисту, чем этим людям — его аудитории. Классическая работа на эту тему *The Fine Art of Propaganda* (Тонкое искусство пропаганды)\*, подготовленная Институтом анализа пропаганды и опубликованная в 1939 году, рассказывает о семи основных приемах пропаганды, которые используются для распространения ложной информации. Чтобы упростить изложение и сделать эти приемы понятными даже школьникам, авторы книги дали им броские и хорошо запоминающиеся названия: «навешивание ярлыков», «блистательная неопределенность», «перенос», «ссылка на авторитеты», «игра в протестонародность», «подтасовка» и «фургон с оркестром»\*\*.

Вот примеры того, как каждый из этих приемов используется при распространении ложной информации о взаимозависимости прибылей, соотношения Р/Е и поведения рынка.

**Навешивание ярлыков:** «Только безрассудные «быки» могут покупать акции по таким ценам».

**Блистательная неопределенность:** «Если на рынке такие космические значения Р/Е, на нем ничего не заработаешь».

**Перенос** (может использовать название, имя, символ): «Пока Р/Е не упадут до уровня, обозначенного Грэмом и Доддом, мы предсказываем, что индекс Доу будет держаться на уровне 100».

**Ссылка на авторитеты:** «Самый старший и мудрый из инвесторов, которых я знаю, ждет, пока Р/Е не упадет еще на 50%, и только тогда он задумается о покупке акций».

\* Alfred McClung Lee and Elizabeth Briant. *The Fine Art of propaganda: A Study of Father Coughlin's Speech*. — New York: Harcourt, Brace and Company, 1939. Expanded edition published 1971 by Octagon books. Excerpts available at: <http://www.mapinc.org/propaganda/propaganda/fineart.html>.

\*\* В оригинале «name-calling», «glittering generality», «transfer», «testimonial», «plain folks», «card stacking», «bandwagon». — *Прим. пер.*



**Игра в простонародность:** «Я, конечно, не эксперт, но в последний раз уровень P/E был таким высоким, а дивиденды такими низкими в конце 1928 года».

**Подтасовка:** «Значение P/E было выше 20 в начале 1929 года, и цены акций упали на 40% в следующие два года». (Не упоминается, что P/E было на точно таком же уровне в начале 1950-х, когда в следующие два года цена акций поднялась на 40%.)

**Фургон с оркестром:** «Никто из управляющих хедж-фондов на конференции в Бар-Харбор и полслова не скажет о высоких значениях P/E».

Насколько часто распространяется дезинформация о взаимосвязи прибылей компаний и доходности рынка? Миллионы статей заполнены различными вариантами ложных представлений о том, что чем выше прибыли компаний, тем выше доходность инвестиций в фондовый рынок. Мы провели поиск в Интернете с помощью google.com и нашли 2,7 млн статей, содержащих словосочетание «рынок акций США» и около 1,3 млн статей, в которых также были сочетания слов «прибыли компаний» или «эффективность рынка». В 323 000 статей также содержалось слово «оптимизм» или его синонимы. А около 75 000 статей одновременно использовали слова «прибыли компаний» и «эффективность рынка», а также слово «пессимизм» или его синоним. Конечно, некоторые из них могли не иметь отношения к нашей теме, но можно прикинуть, что примерно половина статей, в которых встречались слова «прибыли» и «рынок», содержали ложь.

## Почему такие представления устойчивы?

Несмотря на любые пропагандистские приемы, у здравомыслящих людей есть средство, которое дает возможность отличить правду от лжи. И, надо сказать, обычно такие люди преуспевают. В той сфере, о которой мы ведем речь, ситуация бо-

лее сложная, и наиболее очевидные вещи — то, что бросается в глаза большинству инвесторов, — это связь коэффициентов P/E и доходностей различных конкретных акций. Инвесторам кажется, что, если у тех компаний, акциями которых они владеют, падают доходы, они (инвесторы) понесут убытки, и наоборот, если доходы высокие, они получают прибыль. Это так и есть. Но этот вывод нельзя применить ко всему рынку.



Такое обобщение неверно, потому что в его основе лежат три логические ошибки: ошибка композиции, ошибка агрегации и экологическая ошибка.

Ошибка композиции демонстрирует такая последовательность рассуждений:

- «Если мне лучше видно, что происходит на сцене, когда я встаю со своего кресла, то, если бы все стояли, а не сидели, всем было бы лучше видно».
- «Фил и Мэри отличные певцы. Они составят замечательный дуэт».
- «Тот, кому вручают золотую медаль, — счастлив. Если бы всем участникам соревнований выдали по золотой медали, все были бы счастливы».

Когда речь идет о мышлении инвесторов, этот тип ошибки проявляется в том, что люди путают два типа знаний: то, что они знают об отдельных конкретных акциях, и знания, относящиеся ко всему рынку в целом. Они рассуждают так: «Если высокие прибыли по моим акциям — это хорошо, а низкие — плохо, то это относится и ко всему рынку в целом. Если прибыли в целом высоки, это бычий рынок, а если низки — медвежий».

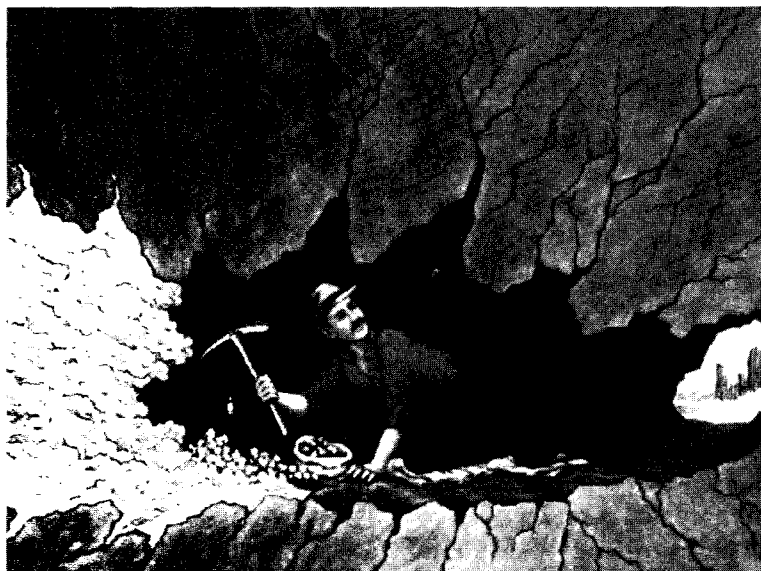
Ошибка агрегации заключается в предположении, что заключения, верные для явлений мелкого масштаба, будут так же верны и для крупномасштабных явлений. Для иллюстрации часто приводят такой пример: неверно утверждать, что мужчина ростом 180 см никогда не сможет утонуть в пруду,

средняя глубина которого 30 см. Для нас интересней будет такой пример: представьте себе старателя-одиночку, копающегося в шахте, прорубленной в горе, чтобы найти золото. В общем, верно, что чем больше он раскапывает гору, тем меньше гора становится. Однако если не принимать в расчет эрозию почвы, характер погоды, осыпи, оползни и усилия сотен других старателей, мы не можем оценить реальный эффект, который оказывают на размер горы усилия данного конкретного старателя.

Аналогично, все знают, что цена конкретных акций какой-то компании прямо зависит от того, какие прибыли она получает. Однако если применить это утверждение ко всему фондовому рынку и под этим углом рассматривать поведение всей экономической системы, произойдет ошибка, подобная той, о которой мы говорили, рассматривая наш пример со старателем, потому что, например, не будут приняты в расчет спады и подъемы процентных ставок, изменения налоговой политики, действия Федеральной резервной системы и пр.

Экологическая ошибка похожа по своей сути на то, что мы только что обсуждали. В этом случае, напротив, предполагается, что утверждение, верное для крупномасштабных событий и явлений, будет верным и в единичных случаях. Это обычная ошибка при исследовании характера питания данной популяции. Считается, что количество съедаемой растительной клетчатки (содержащейся в основном в зерновых) положительно влияет на продолжительность жизни. Однако из этого нельзя сделать вывод, что конкретному индивиду в конкретной стране непременно нужно есть больше зерновых, чтобы прожить дольше.

Наш результат, показывающий обратную зависимость между положительной динамикой прибыли и ценами на акции, вызывает недоверие именно по принципу экологической ошибки. Те, кто слышат об этой закономерности, пытаются применить ее к конкретному случаю. Они полагают, что если такой результат верен для рынка в целом, то доходность



Пора выбираться (Сьюзан Слайман, 2001)

акций конкретной компании должна быть негативно связана с положительной динамикой прибыли, рассуждая точно так же, как авторы статей о диете, игнорирующие специфику кулинарных традиций в различных странах. Жертвы экологической ошибки не принимают во внимание различия между отдельными отраслями и временную динамику фондового рынка. Таким образом, они отвергают наш вывод об обратной взаимосвязи доходности и цены на акции, потому что он, на первый взгляд, противоречит тому, что они считают верным.

Еще одна причина стойкости ошибочных представлений о связи прибыли компаний с доходностью рынка заключается в том, что прибыли определяются так расплывчато и нечетко, что любые предполагаемые закономерности почти невозможно опровергнуть или подтвердить. Следует ли инвестору анализи-

ровать доходы в годовом исчислении или сравнивать заявленные прибыли с ожидаемыми? Что предпочтительней — официально объявленные ожидаемые прибыли или слухи о них? Прибыли с учетом стадии бизнес-цикла, на которой находится компания, или в сравнении с конкурентами по отрасли? Какие из прибылей ключевые? Прибыли, определяемые по GAAP\*? Скорректированные с учетом цикличности? Валовые? Чистые?

Неопределенность того, что подразумевается под прибылями, — это только верхушка айсберга. Наш друг Ларри Лидс показал всю сложность ситуации. Несколько лет Ларри управлял хедж-фондом, который специализировался на акциях розничных торговых компаний, и к концу 2001 года сумел достигнуть показателя в 42% общей годовой прибыли на достаточно большой объем инвестиций. Он очень любит покупать акции компаний, которые показывают плохие результаты за первый квартал года. Часто к Рождеству дела этих компаний шли так хорошо, что у них просто не было товарных запасов для продажи в январе (им удавалось распродать все еще в декабре), и они не выглядели лидерами в сравнительных таблицах. А вот розничные торговые компании, которые активно торговали в январе, делали так потому, что провалились во время рождественских распродаж.

Более того, компании изобрели массу способов, чтобы приукрасить свою финансовую ситуацию, как только возможно. Топ-менеджеры, которые заставляют аналитиков в своих компаниях специально занижать ожидаемые прибыли, чтобы потом их фирмы «успешно перевыполнили план», демонстрируют яркий пример «подтасовки». Подобные «приятные сюрпризы» с энтузиазмом используются «учеными», которые представляют их как подтверждение своих замшелых исследований, якобы показывающих, что «неожиданные» прибыли обладают прогностической силой.



---

\* Общепринятые правила бухгалтерского учета.

## Эскалация «игры в прятки»

Пропаганда корпоративных прибылей долго была частью рутинной системы Уолл-стрит, и репортеры с удовольствием «ловят» компании, играющие в эти игры. Когда Лорел работала редактором телеграфного агентства новостей, она имела возможность непосредственно наблюдать за искусной игрой корпораций, направленной на то, чтобы объявить о прибылях в самое выгодное для них время. Если увеличиваются прибыли по стандартам GAAP, компания выпускает пресс-релиз об этом сразу же после закрытия биржи и уже через час после выхода пресс-релиза проводит телефонную пресс-конференцию, чтобы топ-менеджмент успел «просветить» репортеров и аналитиков о перспективах на следующий квартал. А вот если ориентировочные прибыли очень «тощие», об этом объявляется поздно вечером, когда большинство агентств новостей или закрылись, или в них остается только один дежурный репортер. Самое лучшее время для информации о плохих результатах и отсутствии прибылей — это вечер в пятницу, когда редакторы уже сверстали раздел новостей бизнеса для воскресных выпусков новостей и отправились домой отдыхать.

Любой молодой репортер обязательно найдет целую кучу лживой чепухи в отчетах о прибылях. В первую же неделю своей работы он обратит внимание на то, что в отчете, в первых абзацах которого говорится о рекордных продажах компании, где-то ближе к концу можно найти «скромное» упоминание о том, что прибыли и маржа компании снижаются. Каждый внимательный и уважающий себя репортер не поленится прочитывать отчет до конца и найти где-нибудь в разделе номер семнадцать сообщение о том, что аудиторы не стали подписывать последний финансовый отчет или что бывший генеральный директор Смит, 49 лет, немедленно уходит в отставку, чтобы сменить род занятий и проводить больше времени с семьей.

Некоторые журналисты не просто бдительны — они стали законченными циниками в отношении рынка. В гл. 4 мы пред-



ставим точку зрения лидера данного лагеря, когда подробно будем обсуждать хронический пессимизм этого человека — Алана Абельсона. Но ведь идет постоянная «гонка вооружений»: чем более изошренными становятся журналисты, пишущие о финансах, тем более изобретательно компании находят новые уловки, чтобы обмануть их. У компаний появилась удивительная способность сообщать прибыли, которые оказываются всегда выше, чем в соответствующем квартале предыдущего года. Корпорации General Electric, например, удалось это сделать 38 раз подряд. Одно из предложенных объяснений заключается в том, что GE скрывает свои прибыли до поры до времени и сообщает о них только тогда, когда ей это нужно. Но такая тактика «управляемых прибылей», примененная GE, была только началом. К концу XX века менеджеры корпораций отлично научились изобретать несуществующие прибыли и скрывать убытки.

Репортер, который вел расследование слишком активно, рисковал быть названным публично «ослом» (так назвал одного из журналистов на пресс-конференции президент корпорации Enron). Мы с Лорел встретились с почти столь же «радушным» приемом, когда попросили согласия на интервью у топ-менеджеров корпорации GE. Нам не только заявили, что все они слишком заняты, чтобы встретиться с нами, но и велели никогда больше не звонить в GE.

Через несколько недель после драматического падения корпорации Enron, которая из «звезды» фондового рынка превратилась вдруг в банкрота в ноябре 2001 года, все отчеты о прибылях были поставлены под сомнение. Даже отчеты GE и других компаний, которые годами были выше любых подозрений. Новые, скептически настроенные инвесторы буквально «вышибают дух» из одной компании за другой. Акции корпорации GE, которая котировалась выше, чем любая компания в мире, упали на 13% в первые недели 2002 года. Акции IBM упали на 6% за один день 15 февраля 2002 года, когда газета *New York Times* сообщила о том, что прибыли за четвертый

квартал у гигантского производителя компьютеров были завышены, потому что он продал одну из производственных линий, не сообщив об этом в отчете\*. Компании Tyco International Ltd., Computer Associates и Sprint Corp. также «попались с личным».

Правда заключается в том, что многие компании пытаются тем или иным способом приукрасить свои отчеты о прибылях. В конце этой главы мы расскажем о том, на что нужно обращать внимание при оценке этих отчетов.

## Веселые аналитики с Уолл-стрит

Раньше инвесторы полагались на мнения аналитиков, чтобы оценить «автопортреты» корпораций. Но в конце 90-х годов аналитики постепенно стали рекламными агентами для привлечения инвестиций в компании, где они работают. Негативные отчеты попали под запрет, дабы они не отпугивали публику и не мешали выпуску новых акций. Это ясно показывает соотношение рекомендаций покупать, держать и продавать акции в период с 1997 по 2002 годы, приведенных в табл. 2.1.

Вплоть до резкого падения рынка в 2000–2002 годах средства массовой информации чаще всего игнорировали ангажированность аналитиков. Аналитики стали знаменитостями, а знаменитости — это ценный «товар» в новостном бизнесе. От журналистов требовалось, чтобы они наперебой брали интервью у быков, таких как Генри Блуджет или Эбби Джозеф Коэн. На исходе XX столетия было очень модно показывать на экране сексуальную журналистку под рубрикой «прямо с Нью-Йоркской биржи», которая беседовала с аналитиком, рассказывавшим о компании, котирующейся в NASDAQ. Причем этот аналитик представлял консалтинговую компанию, только что начавшую выпуск акций. Интерес публики к таким новостям казался практически безграничным: совсем недав-

---

\* Gretchen Morgenson. As It Beat Profit Forecast, IBM Said Little about Sale of a Unit//New York Times, February 15, 2002.



**Таблица 2.1**  
**Рекомендации аналитиков (январь 1997 — март 2002)**

Год	Количество рекомендаций	Покупать, %	Держать, %	Продавать, %
1997	425 087	74,0	23,7	2,3
1998	748 450	67,8	30,4	1,8
1999	1 010 235	67,1	30,9	2,0
2000	1 373 107	73,3	25,0	1,7
2001	1 482 100	65,3	32,0	2,7
Янв.-март 2002	359 881	62,6	34,2	3,2

*Источник:* Bloomberg L.P.

но, в 2000 году, на интернет-сайте Silicon Investor Web прошло 26 чат-конференций, посвященных обсуждению финансовых новостей ведущего агентства CNBC.

Брокерские фирмы с Уолл-стрит всегда распространяли свои аналитические отчеты как дополнительные бонусы, чтобы оправдать в глазах клиентов (индивидуальных и корпоративных) свои неоправданно завышенные комиссионные. Пока Комиссия по ценным бумагам (SEC) не запретила эту практику в 1999 году, аналитики снабжали своих привилегированных клиентов информацией, недоступной широкой публике, полученной в частных беседах с топ-менеджерами корпораций.

В конце концов, аналитики были вынуждены принять на себя ответственность за крах интернет-компаний. Корпорация Merrill Lynch, например, 21 мая 2002 года обвинила свой отдел анализа интернет-компаний в том, что он публиковал дутые рейтинги компаний, которые пользовались консультационными услугами Merrill Lynch. Эта история разрешилась, когда Генеральный прокурор Нью-Йорка Элиот Спитцер предъявил

публике выдержки из сообщений, посланных аналитиками Merrill Lynch, где они приватно давали негативную оценку компаниям, которые публично рекомендовали инвесторам.

В то время рейтинговая система Merrill включала пять категорий:

1. Покупать.
2. Накапливать.
3. Нейтральная позиция.
4. Сокращать.
5. Продавать.

Рейтинги могут быть более подробными (например, рейтинг 1-1 выше, чем 1-3 и т. д.). Спитцер прислал нам по электронной почте таблицу, в которой сведены опубликованные рейтинги и комментарии к ним (табл. 2.2).

В своих показаниях под присягой, данных Спитцеру, старший аналитик Merrill по интернет-компаниям Генри Блоджет и его подчиненная Кирстен Кэмпбелл показали, что они сознательно не давали никаким акциям рейтинг 4 или 5: «Вместо того чтобы дать рекомендацию частично или полностью продать акции ненадежных компаний, аналитики интернет-отдела просто переставали оценивать и комментировать эти акции, без всяких публичных объявлений или объяснений». По словам Спитцера, опытные инвесторы знали, что рейтинг 3, присвоенный компанией Merrill, на самом деле означает «продавай», но широкая публика об этом даже не догадывалась.

Вот один из характерных эпизодов. Аналитик Merrill начал публиковать рейтинги компании Internet Capital Group, клиента Merrill, 30 августа 1999 года, и начальный рейтинг был 2-1. Цена этих акций достигла 212 долл. за акцию 22 декабря 1999 года, а затем началось длительное снижение цены. 5 октября 2000 года, когда цена акций опустилась до 12,38 долл. за акцию, Блоджет предсказывал в письме, отправленном другому старшему аналитику, что цена акций Internet Capital

Таблица 2.2

Компания	Дата	Комментарий	Опубликованный рейтинг
Aether System (AETH)	15.03.01	«Фундаментальные индикаторы ужасны»	3-1
Excite @home (ATHM)	27.12.99	«У нас нейтральная позиция по акциям»	2-1
	29.12.99	Полугодовой прогноз пессимистичный, не видно никаких признаков улучшения	
Excite @home (ATHM)	03.06.00	«Такая дрянь»	2-1
GoTo.com	11.01.01	Ничего интересного в этой компании, «кроме их банковских счетов»	3-1
InfoSpace (INSP)	13.07.00	«Эти акции — пороховая бочка, учитывая, как агрессивно мы их скупали в начале года и многочисленные “дурно пахнущие комментарии” различных организаций»	1-1
InfoSpace (INSP)	20.10.00	«Просто дрянь»	1-1
Lifeminders (LFMN)	04.12.00	«Кусок дерьма»	2-1
24/7 Media (TFSM)	10.10.00	«Кусок дерьма»	2-2


*Источник:* Показания под присягой, записанные 8 апреля 2002 года Элиотом Спитцером, Генеральным прокурором штата Нью-Йорк, в Верховном суде штата Нью-Йорк

Group «скоро будет 5 долл.». На следующий день он писал: «У этой акции действительно нет будущего». Тем не менее рейтинг акции оставался 2-1. Несмотря на пессимизм Блоджета, как показывают доказательства, представленные прокурором Спитцером, акции Internet Capital Group оставались в списке акций 10 лучших высокотехнологичных компаний, рекомендуемых Merrill даже 12 сентября 2002 года.

Лорел поставила под сомнения рейтинги Блоджета еще 6 августа 1999 года в обзоре, который писала для Bloomberg (он, кстати, оказался ее последним обзором для этого агентства). Это решение, без сомнений, было продиктовано исключительно представлениями ее боссов о том, какими должны быть финансовые новости, и не имело никакого отношения к тому обстоятельству, что Merrill владеет 20% акций Bloomberg.

## Заключительное замечание

Нас могут упрекнуть в том, что мы не рассмотрели проблему разочарования в прибылях или изменений представлений аналитиков, или не сравнили обобщенные прогнозы стратегов с ожиданиями аналитиков-тактиков, занимающихся конкретными проблемами. Кто-то может упрекнуть нас в том, что мы не воспользовались какой-нибудь компьютерной программой, так называемым «черным ящиком», и не обработали с ее помощью данные о последнем бизнес-цикле. Некоторые утонченные читатели могут даже намекнуть, что мы не знакомы с тысячами академических публикаций, которые посвящены рассматриваемым нами проблемам.

 По правде говоря, даже сами академики считают анализ всех этих замечательных статей примерно таким же полезным, как попытки собирать налоги с клещей. Мы понимаем, что у нас ушло бы как минимум две жизни, чтобы просто просмотреть все эти академические статьи. Мы прочитали сотни таких статей, но пробле-

ма в том, что во многих из них используются устаревшие данные, а формулы, предлагаемые авторами, могут только описывать, а не предсказывать. Чтобы теорию можно было проверить, она должна давать прогнозы. Почему-то никому из академических исследователей не пришло в голову проанализировать эффекты постоянно меняющихся финансовых циклов.



Устав от битв, опасаясь, что мы все еще останемся без ответов на поставленные нами вопросы, даже если доживем до ста лет, желая как можно скорее заняться своим бизнесом, мы можем только выделить несколько часов драгоценного времени, чтобы перечитать один из наших любимых греческих мифов о подвигах Геракла, пока готовимся приступить к следующей главе нашей книги. Речь в ней пойдет о легендарном инвесторе Бенджамине Грэме.

Когда Вик играл в различные спортивные игры с ракеткой, он сначала старался расстроить игру своего противника слева закрытой стороной ракетки. Потом он разрушал его игру справа открытой стороной ракетки. Затем использовал серию укороченных ударов, к которым противнику было трудно успеть. Наконец, когда противник, чтобы ответить на укороченные удары, подавался вперед, он использовал глубокие удары с отскоком в дальнюю часть корта. И выигрывал, потому что все время вынуждал своих противников делать ошибки и неверные движения.

Если бы инвесторы понимали, что рынок, играя против них, делает примерно то же самое, сбивая их с толку ложными корреляциями между прибылями и доходностью акций, приток средств на рынок, вероятно, сократился бы на 95%. Люди, которые постоянно покупают по самым высоким ценам и продают по низким, вкладывают деньги во взаимные фонды и забирают их оттуда именно тогда, когда этого делать не следует, отказались бы от участия в этой игре. Конечно, одни бы все равно держали какие-то акции слишком долго, а другие — напротив, продавали преждевременно,



и деньги бы переходили из рук в руки, но по крайней мере люди, не понимающие, как действует рынок, не стали бы проявлять гиперактивность в торгах, и их финансовое положение было бы существенно лучше. А сейчас они звонят своим брокерам и продают, просто поддавшись пессимистическим настроениям относительно прибылей.



Но вот что удивительно: если завтра вдруг воцарится оптимизм, то они будут делать прямо противоположное.

## Глава 3

# Головы Гидры технического анализа

---

*Гидра обитала в необъятном Лернейском болоте, которое стало могилой для многих неосторожных путешественников.*

Роберт Грейвс. Греческие мифы\*

**В** греческой мифологии Геракл совершил свой второй подвиг, получив приказ от Эврисфея, царя Микен, убить Гидру — девятиголовое чудовище, ядовитое дыхание которого уничтожало все вокруг. Геракл сражался с чудовищем, но после того, как он сшибал ударом своей палицы одну голову, на ее месте сразу вырастали две новые.


Гераклу еще повезло. Когда мы случайно взглянули на меню технических индикаторов на мониторе агентства Bloomberg, то увидели не девять, а дюжины красочных графиков, каждый из которых, по нашему мнению, представ-

---


\* Robert Graes. Greek Myths. — London: Penguin Books, 1981.

лял смертельную угрозу для инвестора. Это были графики адаптивных скользящих средних, линии регрессий, денежных потоков, параболические стопы, полосы Боллинджера, разные осцилляторы, индикаторы относительной силы, огибающие линии, стохастические индикаторы (бары и свечи), графики «крестики-нолики», экспоненциально сглаженные графики, линии роста/падения, TICK, TRIN, уровни Фибоначчи и опции, позволяющие построить прямые линии между любыми максимумами и минимумами, которые заинтересуют вас на графике. Это изобилие индикаторов еще далеко не все. Существует Ассоциация технических аналитиков рынка (Market Technicians Association) — «официальная организация специалистов технического анализа финансовых рынков в США», как заявляет ее президент Ральф Акампора. Так вот, эта организация на своем веб-сайте представляет 177 различных методов и индикаторов технического анализа.

За 45 лет торговли Вик и его сотрудники проверили каждый индикатор, который заслуживал внимания. Если бы эти индикаторы работали, мы бы стали их использовать.

 Однако ясный ответ может быть получен только тогда, когда статистические данные «выложены на стол». Специально подобранные примеры, уверенные заявления, ссылки на авторитеты, даже (или, может быть, особенно) на наш собственный авторитет будут недостаточны. Мы всегда готовы проверить и протестировать при помощи эмпирических данных такие гипотезы и закономерности.

Основная проблема технического анализа заключается в том, что его практики и сторонники, представляя свои методы, обычно не подвергают их проверке и исследованию при помощи научного подхода. Научная процедура требует точного определения феномена, который интересует исследователя, проверки точности и определенности предсказаний на основе этого феномена, рекомендаций по началу и выходу из торгов на его основе и подробных данных о методике и ре-





зультатах эксперимента, чтобы его можно было воспроизвести, проверить и усовершенствовать. Практики технического анализа часто возражают, что он — искусство, а не наука, поэтому его нельзя опровергнуть. Мы согласны. Утверждения технического анализа точно так же не поддаются проверке, как визуальные интерпретации не поддаются точному определению. Технический анализ настолько переполнен субъективными интерпретациями, что его скорее нужно рассматривать не как метод анализа, а как религию, у которой есть своя каста священников для того, чтобы сбивать с толку непосвященных во время дорогостоящих семинаров. Поскольку субъективные интерпретации не позволяют сформулировать точные гипотезы и поддающиеся проверке предсказания, они не дают возможности накапливать знания и двигаться вперед.

Вот пример: объяснения секретов рынка, предложенные Мартином (Баззи) Шварцем: «Когда вы смотрите на букву Т, расстояния от концов верхней черточки до середины и слева, и справа одинаковы, отсюда «магическая Т-формула». Инвестору советуют «полностью принять» «магическое Т», для чего нужно «чертить линии трендов и графики, пересчитывать средние, находить точки перелома, определять цены входа и выхода». Шварц предлагает такое объяснение успеха своего метода: «Магическое Т и я стали единым целым. Данные прибывают и уходят, как прилив и отлив в первобытном море, и я всплываю и погружаюсь вместе с ними, инстинктивно, «печенками» чувствуя это движение, как моллюск, закопавшийся в «финансовых песках»\*. Может быть, действительно, попытаться обрести счастье, уподобившись моллюскам? Шварц, как нам представляется, действительно пытается помочь инвесторам, но все же хочется найти более осмысленный и рациональный способ, чтобы отделить «приливы» рынка от «отливов».

---

\* Martin S. Schwartz. Pit Bull: Lessons from Wall Street's Champion Trader. — New York: HarperBusiness, 1999.

Или подумайте о величественном и масштабном утверждении, сделанном Джозефом Гранвиллом: «Рынки следуют всем физическим законам и легко объяснимы при помощи понятий момента, гравитации, притяжения, ускорения, гармонии, времени, пространства, энергии, магнетизма и даже цвета, если мы имеем дело со всем спектром методов технического анализа, сверкающим всеми красками бесконечной красоты»\*. Звучит замечательно. Но все же мы сомневаемся, что предложенный Гранвиллом «сбалансированный регулятор объема», который, по словам этого «гуру», «поднялся на новый уровень совершенства», или даже «индикатор кульминации» смогут подтвердить его уверенность, что эти индексы будут работать так же точно, как в прошлом, когда они, по утверждению Гранвилла, позволили ему в 1987 году «увести с рынка инвесторов и трейдеров до того, как разразился кризис».

Как только нам захочется отдохнуть от постоянно обновляющихся комментариев Линды, мы можем обратиться к 775-страничному сборнику, в который включены интервью со всеми великими рыцарями и благородными девицами братства технического анализа, которые собрал Джек Швагер. Кто может устоять перед вдохновенными уверениями Швагера, что графики отражают поведение рынка, которое воспроизводит одни и те же закономерности, и, если приобрести достаточный опыт, некоторые трейдеры могут развить в себе способности успешно использовать эти графики для прогнозирования движения цен?

Вот как Швагер сформулировал свое «Правило трейдера № 4»: «Найдите фигуру на графике, которая подскажет вам, что время пришло. Не начинайте торги, пока не получите такого подтверждения»\*\*. Правда, он говорит, что иногда мож-

---

\* Joseph Granville. *Granville's Last Stand: Secrets of the Stock Market Revealed*. — New York: Hanover House, 1994.

\*\* Jack Schwager. *Market Wizards: Interviews with Top Traders*. — New York: HarperBusiness, 1993; Jack Schwager. *The New Market Wizards: Interviews with Top Traders*. — New York: HarperBusiness, 1994.

но начинать продавать и покупать и без обнаружения подобных фигур, если наблюдается совпадение движений рынка и точек поддержки/сопротивления для данного уровня цен и если вы обнаружили хорошо заметные точки остановки, которые показывают, что большого риска нет.

Любого человека измучает бессонница, если он всерьез попытается понять, как найти эти самые фигуры, как измерить движения и где сойдутся пресловутые хорошо заметные точки остановки.

Но как только мы пытаемся сформировать количественную гипотезу относительно всех этих премудростей, протестировать ее и обсудить результаты, то оказываемся объектом возмущенных протестов, потому что приверженцы тех или иных технических индикаторов обвиняют нас в неумении правильно пользоваться их любимыми графиками. Эти критики настолько убеждены в ценности своих индикаторов, что любые попытки проверить то, во что они верят, представляются им бессмысленными. У «гидры» всегда наготове новая голова — новый график, новый «эксперт», новый рынок, «новый» источник данных о том, что происходило в прошлом, для того, чтобы заменить дискредитированные технические индикаторы.

В конце концов Геракл понял, что головы Гидры перестанут вырастать вновь, только если он ликвидирует источник проблемы, и прижег огнем шею, на которой они вырастали. И это как раз то, что мы собираемся здесь сделать. Мы намерены обратиться к общей, ключевой для всех приемов технического анализа теме и «подвергнуть ее испытанию огнем». Эта тема, этот основной вопрос звучит так: «Действительно ли тренд — ваш друг?»



## Действительно ли тренд — ваш друг?

Для того чтобы получить представительную выборку вариаций известной поговорки «тренд — твой друг», мы обратились к книге *The Global-Investor Book of Investing Rules: Invaluable*

*Advice From 150 Master Investors* (Книга правил инвестиций для глобальных инвесторов: бесценные советы от 150 признанных мастеров инвестиций)\* под редакцией Филипа Дженкса и Стивена Экетта. Мы обнаружили, что более двух дюжин трейдеров с различными вариациями повторяют «тренд — ваш друг». Вот несколько примеров:

- «Тренд — твой друг и в последний час» (Алан Фарли).
- «Никогда не продавайте акции, когда цены идут вверх» (Саймон Коуквелл).
- «Чертите линии трендов» (Джон Мерфи).
- «Часто то, что котируется низко, упадет еще ниже, а то, что котируется высоко, — продолжит подъем» (Марк Фабер).

И наше любимое:

- «Конечно, тренд — ваш друг, пока его не сменит другой тренд» (Томас Демарк).

Никто из авторов этих правил не пытался проверить их при помощи даже самого простого теста. На самом деле проверить правило «Тренд — ваш друг» невозможно, потому что оно никогда не формулируется как гипотеза, которую можно тестировать. Есть что-то уклончивое, субъективное, даже мистическое в том, как это правило интерпретируется и используется.

В первобытных обществах люди, чтобы обрести чувство контроля над бурями, природными катастрофами, хищниками, источниками пищи и другими непредсказуемыми превратностями жизни, полагались на мифы и ритуалы как на помощь в объяснении происходящего и опору при принятии решений. Они жертвовали свою лучшую пищу богам, тратили большие деньги на паломничества в святые места, приносили богатые дары священникам. Все это делалось для того, чтобы умилос-

---

\* Philip Jenks and Stephen Eckett, eds. *The Global-Investor Book of Investing Rules: Invaluable Advice from 150 Master Investors*. — Hampshire, England: Harriman House, 2001.

тивить богов, которые управляли их судьбами. В основном эти традиции и обычаи ушли в прошлое, когда эффективность научных методов стала очевидной. Но все же миф выжил и в современную эпоху, отчасти как реакция на быстрые перемены, которые приносит наука. Даже на фондовом рынке рядом с самыми изощренными математическими стратегиями и холодным расчетом трейдеров-ветеранов могут процветать мифы.

Но, возможно, тут и нет ничего удивительного. Современные инвесторы, в конце концов, оказываются, подобно пещерным людям, во власти таинственных и мистических сил. Рынок переменчив, сложен и, на первый взгляд, непостижим. Резкий подъем рынка может принести огромное богатство и могущество. Резкий спад может привести к катастрофе и смерти. Иногда рынок подобен нежной и любящей матери, а иногда — враждебному и разъяренному океану. Неудивительно, что трейдеры, которых всегда мучает вопрос «Что мне сейчас делать?», жаждут получить простой индикатор, который позволил бы им уверенно разбираться в мистических тайнах рынка.

Просмотрев многие из 378 000 ссылок в Интернете на слово «тренд», которые мы получили при помощи нашей любимой поисковой системы google.com, мы обнаружили изобилие веб-сайтов, где приводятся удовлетворенные высказывания людей, которые пользуются различными системами анализа трендов, а также тех, кто, «следуя тренду», стал баснословно богат. Неудивительно, что 26 апреля 2002 года собралось рекордное число кандидатов для сдачи ежегодного экзамена на квалификацию эксперта по финансовым графикам, который проводился Ассоциацией технических аналитиков рынка (Market Technician Association) в Джупитер-Бич, штат Флорида, — 830 человек. Кто же может остаться равнодушным к чарам индикатора, отслеживающего тренд, «благодаря которому практически невозможно пропустить значимое движение рынка», особенно если индикатор рекламируется так притягательно, как это сделано в весеннем номере за 2002 год журнала *Cabot Market Letter*?

Реклама индикаторов для технического анализа, которые желающие могут приобрести, действительно заманчива. Интернет-магазин журнала *Active Trader*, например, предлагает «выдающееся руководство» — *Trading Classic Chart Patterns* (Классические фигуры технического анализа для трейдера).

Это всестороннее руководство включает удобные для пользования таблицы для оценки, разработанные на основе статистического анализа. При помощи простой оценочной системы вы научитесь предсказывать развитие ситуации, представленной на графике, практически с одного взгляда. Раздел «Классические фигуры технического анализа для трейдера» будет служить полезным справочником для выявления ваших излюбленных фигур, включая «расширяющуюся верхушку», «голову и плечи», «прямоугольники», «треугольники», «тройные верхушки» и «тройные доньшки». Вы быстро изучите комбинации двойных «верхушек» и «доньшек» типа «Адам и Ева», что поможет вам отбирать прибыльные сигналы и избегать убыточных. Вы узнаете:

- Как использовать ценовые тренды, которые проявляются в фигурах на графиках, чтобы предсказать будущее поведение акций.
- Почему длинные формации гораздо лучше, чем короткие.
- Что такое частичный спад и как своевременно купить, чтобы получить большую прибыль.

Эта книга — бесценный ресурс. Она уверенно отвечает «Да!» на вопрос инвесторов, которые спрашивают, действительно ли использование фигур технического анализа может принести прибыль\*.

Можно допустить, что некоторые энтузиасты следования трендам добились успеха, но вызывает сомнение, что их интеллект выше и что они прозорливее, чем мы с вами. Стоит вернуться назад и рассмотреть некоторые фундаментальные проблемы:


1. Действительно ли центральное правило технического анализа «Тренд — ваш друг» верно?

---


\* Thomas Bulkowski. *Trading Classic Chart Patterns*. — New York: Wiley, 2002.

2. Могут ли быть чисто случайными хорошие и плохие результаты, которых добиваются приверженцы технического анализа?

Для начала отметим, что следование тренду просто противоречит здравому смыслу. Возьмите две точки на графике движения цен, соедините их прямой и продолжите эту прямую. Если более поздняя по времени точка выше, чем более ранняя, то прямая поднимается вверх. Если наоборот — прямая опускается вниз. О чем это говорит, кроме того, что цена повышалась или понижалась?

Здорового смысла, однако, недостаточно, чтобы ответить на этот вопрос. Мы тестировали гипотезу о тренде так  тщательно, как только могли, при помощи специально разработанных нами тестов. Мы также сделали обширный обзор академической литературы о техническом анализе, проверили и усовершенствовали исследования, проведенные другими специалистами. О полученных результатах речь пойдет в этой главе.

Всякий, кто берется тестировать теории торговли на основе моментум-индикаторов (т.е. индикаторов, основанных на скорости изменения цены), сталкивается с многочисленными препятствиями. Как сами фигуры технического анализа, так и исследования, ставящие своей целью продемонстрировать их эффективность, имеют один общий недостаток: они основаны на предполагаемых событиях, которые еще не произошли, но, тем не менее, считаются уже случившимися. Иными словами, рыба еще не поймана, а из нее уже сварили уху.

Некоторые из трудностей, связанных с моментум-индикаторами, можно проиллюстрировать при помощи недавно опубликованной статьи, авторы которой —  два профессора из Южного методистского университета — Венкат Элесварапу и Марк Рейнганум. Она называется *The Predictability of Aggregate Stock Market Returns: Evidence Based on Glamour Stocks* (Предсказуемость совокупных прибы-

лей фондового рынка: доказательства на основе «модных акций»)\*. В исследовании сделан вывод, что существует негативная корреляция рынка с прибылями «модных акций» за предыдущие 36 месяцев. Они также не нашли никаких доказательств в пользу того, что так называемые «недооцененные акции» (value stocks) в будущем вырастают. Жалко, что в исследовании использованы данные только с 1951 по 1997 год, так как индекс NASDAQ удвоился за время с конца 1997 по 24 марта 2000 года, а потом упал на 72% к июлю 2002 года. Для предсказания таких чудовищных, могучих скачков рынка требуются «прорицатели» невиданной силы. Более того, поскольку авторы отобрали только те компании, данные о прибылях которых были представлены в системе Compustat, это могло привести к пропуску очень существенной информации, в частности данных о «скачках» рынка.

## Тестирование трендов

Мы начинаем наши тесты с анализа трендов от года к году. Используя данные, представленные авторами книги *Triumph of the Optimists* (Триумф оптимистов), которую мы считаем лучшей из когда-либо написанных книг об инвестициях, мы обнаружили, что за последние 102 года не было никаких трендов в динамике прироста рынка от года к году. Для двух последовательных лет корреляция изменений рынка составила всего  $-0,02$ . Кстати, корреляция между изменением индекса рынка в данный год и через два года существенно выше:  $-0,25$ . В последние годы корреляция была еще ниже. Так, последний период, когда индекс S&P 500 падал три года подряд, приходится на 1939–1941 годы.

Как пишут Элрой Димсон, Пол Марш и Майк Стаунтон, авторы *Triumph of the Optimists*, за последние 102 года всего

---

\* Venkat R. Eleswarapu and Marc R. Reinganum. The Predictability of Aggregate Stock Market Returns: Evidence Based on Glamour Stocks. Dallas, TX: Southern Methodist University (Unpublished paper).



**Таблица 3.1. Сочетания снижения/повышения рынка акций за три последовательных года**

Год 1	Год 2	Год 3, прирост, %
-	-	16
-	+	16
+	-	13
+	+	9

шесть раз случалось так, чтобы рынок снижался два года подряд. Такого количества наблюдений недостаточно, чтобы делать статистически обоснованные выводы. Но зато средний прирост в следующий за двумя последовательными годами снижения год был выше на 16% (табл. 3.1). Это такое же повышение, как и после двух лет, в первый из которых происходило снижение рынка, а во второй — повышение.

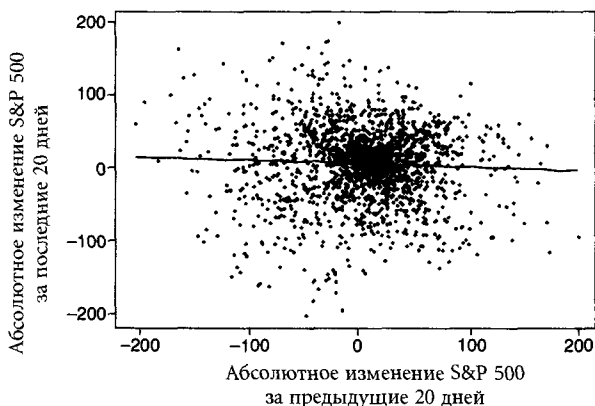
Более того, оказывается, что корреляции между прибыльностью рынка в текущий и прошлый годы — отрицательна (табл. 3.2).

Возможно, кратковременные тренды подтвердят точку зрения тех, кто советует следовать за трендом? Ничуть не бывало. Корреляции между прибыльностью в последовательные неперекрывающиеся периоды продолжительностью меньше года для наиболее часто продаваемых и покупаемых акций

**Таблица 3.2. Корреляции прибыльности рынка в данный год с прежними годами**

Количество прошедших лет	Корреляции с текущим годом, %
1	-2
2	-25
3	-4
4	-2
5	-17
6	-5

**Рисунок 3.1. Корреляция последовательных изменений цен фьючерсов на индекс S&P 500 для периодов в 20 дней (июль 1994 — май 2001)**



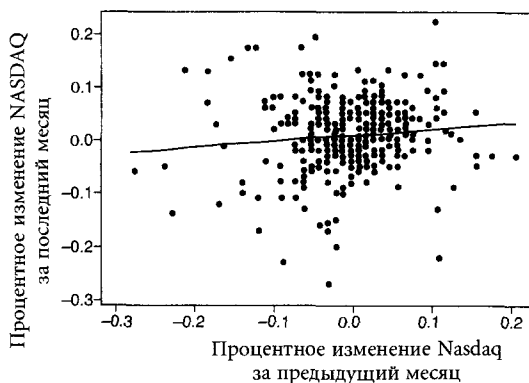
$$y = 3,4\% - \frac{1}{200} (x)$$

$$R^2 = 0,2\%$$

такие же негативные, что показывает так называемый «возврат к среднему». Она проявляется в том, что подъемы прибыли сменяются спадами и наоборот, т. е. прибыль, «отойдя» от среднего значения, снова к нему возвращается.

Диаграмма рассеивания (рис. 3.1) показывает, что корреляция между последовательными изменениями индекса S&P 500 за 20 дней в период с 1994 по 2001 год имеет значение  $-0,053$ . Как вы можете видеть, точки случайным образом группируются по горизонтальной оси с очень маленьким наклоном из левого верхнего угла к правому нижнему. Корреляция для более длительных периодов также отрицательна, но более значима. После падения рыночных цен в течение 20 дней индекс S&P 500 в среднем вырастает в следующие 20 дней на 30 пунктов. После подъема наблюдается небольшой спад, и наиболее обоснованная оценка корреляций для коротких временных периодов составляет  $-0,15$ .

**Рисунок 3.2. Связь ежемесячных изменений индекса NASDAQ с изменениями того же индекса в следующем месяце (приводятся данные с 1971 года — первого года публикации индекса NASDAQ — до апреля 2002 года, всего 370 ежемесячных наблюдений)**



$$y = 0 - \frac{1}{10}(x)$$
$$R^2 = 1,3\%$$

Следующий вопрос, который мы хотим задать: проявляется ли тенденция преемственности или, напротив, обратного движения в ежемесячных изменениях индекса NASDAQ и влияют ли изменения индекса NASDAQ на изменения индекса S&P 500? Для ответа на этот вопрос мы рассчитали множество корреляций по каждому из двух указанных выше индексов с опережением и запаздыванием, по предыдущему и следующему месяцу, а также с пропуском одного месяца. Кроме того, мы проделали то же самое, коррелируя различные значения NASDAQ с различными значениями S&P 500, опять-таки для разнообразных интервалов опережения и запаздывания.

Мы проанализировали диаграммы рассеивания, рассчитали различные статистические таблицы, проанализировали как возможные прямые, так и обратные взаимосвязи. Все эти тесты должны были ответить на вопрос о том, сопровождаются

ли значительные вариации одного временного ряда такими же значительными изменениями другого временного ряда.

После расчета сотен корреляций мы сделали вывод, что единственная статистически достоверная корреляция такова: рост прибылей по индексу NASDAQ в данном месяце слабо положительно коррелирует с прибылями в следующем месяце (коэффициент корреляции 10%). Это значит, что если в данном месяце NASDAQ сократился на 15%, можно ожидать, что в следующем месяце он упадет на 10% от базового значения в 15%, или на 1,5%. Напротив, если в данном месяце рост был 20%, можно ожидать, что в следующем месяце он также вырастет, но на 10% от 20%, или на 2%. Это можно проследить на приведенной на рис. 3.2 диаграмме рассеивания, где «прямая наилучшего соответствия» идет под небольшим углом из левого нижнего в правый верхний угол.

Эта корреляция не слишком-то снижает неопределенность. Действительно, среднеквадратическая ошибка прогноза снижается всего на 1%. Таким образом, хотя и были обнаружены некоторые слабые признаки автокорреляции индекса NASDAQ, они почти не приносят пользы на практике. Все остальные корреляции случайны и статистически недостоверны. Учитывая, как много корреляций мы проанализировали, чтобы обнаружить только одну мало-мальски статистически значимую, можно с большой долей вероятности утверждать, что и эта единственная корреляция — скорее всего, случайный результат, подобный выпадению нескольких «орлов» подряд, когда подбрасывается монетка.

## Полосы везения в спорте

Отвлечемся на время от нашего анализа индексов и бросим взгляд на значение удачи в совершенно другой области — спорте.

В спорте, в казино, в игре на бирже нет ничего, что вызвало бы столь бурные эмоции участников и наблюдателей, как

«полоса везения». Это передают такие эмоциональные выражения, как «счастливая рука» или «попал в струю». Покойный Марио Пьюзо в своем романе *Fools Die* (Дураки умирают) описал «магию» счастливой ночи, во время которой азартный игрок выиграл 400 000 долл.:

Он поставил две сотни, выиграл, повторил свою ставку еще раз и затем ставил по пять сотен на каждый следующий бросок костей. Он держал банк почти час. После первых пятнадцати минут магнетизм его удачи распространился по всему казино, и скоро к столу, за которым он играл, было не протолкнуться... [Когда] наконец, кости перешли от него к следующему игроку, все те, кто наблюдал за игрой, устроили ему овацию. Крупье дал ему металлический поднос, чтобы он мог отнести все выигранные фишки в кассу\*.

Можно привести массу примеров «полосы везения» из спорта, особенно баскетбола. Команда баскетбольного цирка Harlem Globetrotters выиграла 8829 игр подряд с 1960-х по 1990-е годы. До ноября 2000 г. команда Мичиганского университета не проиграла на своей площадке ни одной игры с 1962 года. Los Angeles Lakers, профессиональная баскетбольная команда НБА, выиграла 33 игры подряд с 5 ноября 1971 года по 7 января 1972 года.

Женская футбольная команда Университета Северной Каролины провела подряд 103 игры в студенческом чемпионате США, не потерпев ни одного поражения с 30 сентября 1986 по 17 сентября 1990 года. Кубинская национальная сборная по бейсболу выиграла 150 игр подряд с 1987 по 1997 год.

Бывает так, что «полоса удачи» приходит к одному из игроков, а не ко всей команде. В третьей игре плей-офф НБА между баскетбольными командами New Jersey Nets и Boston Celtics 22 мая 2002 года Nets в конце третьей четверти лидировали с большим отрывом, выигрывая 21 очко. И тут вдохновение снизошло на Пола Пирса из Celtics, которого, возможно, «завел» товарищ по команде Антуан Уокер. За три первые четверти Пол Пирс набрал всего 9 очков, зато в последней четверти — 19.

---

\* Mario Puzo. *Fools die*. — New York: Penguin Books, 1978.

Celtics выиграли этот матч со счетом 94:90. Интересно, что в этом случае персональная «полоса удачи» Пола Пирса оказалась сильнее, чем статистика, которая перед последней четвертью явно благоприятствовала Nets. До того знаменательного дня была проведена 171 игра, в которой одна из команд начинала последнюю четверть с преимуществом в 18 и более очков, — во всех этих случаях лидирующая команда выигрывала матч.

Принципиальный вопрос заключается в том, есть ли в «полосах удачи» какая-то закономерность или это простая случайность. Если спортсмены или команды сильны, они побеждают чаще, чем проигрывают. Когда их шансы на победу выше: после нескольких побед или после нескольких поражений? Реальны ли «полосы удачи» или это просто результат избирательности нашей памяти?

Большинство исследователей, изучавших эту проблему, пришли к выводу, что «полоса удачи» — миф. Эксперт по этой проблеме, профессор психологии Корнельского университета Томас Гилович, проанализировал ряд показателей баскетбольной статистики. Он внимательно изучил статистику бросков игры баскетболистов клуба Philadelphia 76ers, штрафных бросков игроков Boston Celtics, трехочковых бросков в играх «Всех звезд НБА» и бросков по кольцу на тренировках Корнельской студенческой баскетбольной команды. В каждом случае он сделал вывод, что «детальный анализ не обнаружил никаких достоверных корреляций между предыдущими и следующими бросками по кольцу».

После нескольких попаданий подряд игрок может подумать, что у него началась «полоса удачи». В реальности статистика показывает, что вероятность еще одного попадания после нескольких попаданий подряд чуть-чуть ниже, чем 50%, т.е. ниже средней вероятности попадания.

Один из аргументов, которые приводят оппоненты этого исследования, основан на том, что неправильно изучать индивидуальные «полосы удачи» в командных видах спорта, где важ-

ную роль играет взаимодействие с партнерами. Однако Джим Алберт и Джей Беннетт пытались выявить «полосы удачи» как индивидуальных бейсболистов, так и бейсбольных команд в целом в сезоне 1998 года. В своей опубликованной в 2001 году книге *Curve Ball: Baseball, Statistics, and the Role of Chance in the Game* (Крученая подача: Бейсбол, статистика и роль удачи в игре) они обнаружили нечто похожее на «полосы удачи» только у шести команд из исследованных тридцати\*. Такой результат с точки зрения теории вероятностей чисто случаен.

Однако есть исследования, которые вроде бы проявили «полосы удачи» в других видах спорта. Исследование «полос удачи» в профессиональном боулинге обнаружили некоторые свидетельства последовательности в результатах игроков. В примечательном исследовании «полос удачи» у метателей лошадиных подков Гари Смит, профессор экономики Университета Ромона, обнаружил, что после «дублей» (двух удачных бросков подряд) для игроков на чемпионате мира вероятность сделать еще раз дубль была 60%, а после двух неудачных бросков — только 47%. Профессор Смит оспаривает выводы профессора Гиловича и утверждает, что есть некоторые доказательства того, что «удачные» и «неудачные» полосы существуют. Однако Барри Нэйлбафф и Авинаш Диксит, эксперты по теории игр и соавторы книги *The Competitive Edge in Business, Politics, and Everyday Life* (Конкурентное преимущество в бизнесе, политике и повседневной жизни), говорят следующее по поводу различий индивидуальных и командных «полос везения»:

Хотя нет статистических доказательств существования «полос везения» при бросках по кольцу отдельных баскетболистов, это не отменяет вероятности того, что баскетболист, у которого «пошли броски», может помочь своей команде выиграть. Дело здесь во взаимодействии стратегий защиты и нападения. Допустим, у Эндрю Тони (игрок баскетбольной команды Philadelphia 76ers) «пошли броски».

---

\* Jim Albert and Jay Bennett. *Curve Ball: Baseball, Statistics, and the Role of Chance in the Game*. — New York: Copernicus Books, 2001.

Игроки команды противника, безусловно, станут играть против него в защите более внимательно, и часто его будут держать сразу два защитника. После этого он, вероятно, станет попадать в кольцо реже. Но это не все. Пока защитники концентрируют внимание на Тони, кто-то из его партнеров окажется свободным от опеки и будет удачно бросать. Другими словами, «удачный день» Тони поможет его команде выиграть, хотя его личная статистика может даже ухудшиться\*.



Как отметил Хэйни Саад, специалист по продаже ценных бумаг и производных финансовых инструментов Королевского банка Канады, который привлек наше внимание к исследованию Дикси и Нэйлбаффа, это «побуждает нас вернуться к принципам гандикапа Роберта Бэкона и вечно меняющимся циклам».

## Маятник скорости рынка

Вера в «удачные» и «неудачные» полосы на фондовом рынке распространена так же широко, как и в спорте или азартных играх, только биржевые игроки называют это «трендом» или «импульсом». Так же, как игрок в карты ощущает себя «супер-профессионалом», после того как несколько раз «попал в масть», на фондовом рынке каждый становится «быком» после трех недель роста цен на акции или, наоборот, медведем, если цены снижаются три недели кряду. Но разве у акций есть память?

Данные об индивидуальных акциях скорее свидетельствуют в пользу школы, отрицающей существование тренда. Джонатан Левеллен, преподаватель Массачусетского технологического института, провел множество исследований, продемонстрировавших убедительные доказательства в пользу тенденции «возврата к среднему». Он использовал статистику за 66 лет (с 1932 по 1998 год), произвел миллионы тщательных расчетов, принял во внимание все возможные для таких данных ошибки и проблемы. Рассчитав среднюю цену акции в отдельном году, он обнаружил, что за следующие шесть кварталов

\* Barry Nalebuff and Avinash Dixit. *Thanking Strategically: The Competitive Edge in Business, Politics, and Everyday Life*. — New York: Norton, 1993.



акция в среднем выростала на 41%. Проанализировав данные с 1968 по 2000 год, Левеллен обнаружил отрицательную корреляцию в 24%. Это значит, что если в данный год акция упала на 50% ниже среднего значения, то наиболее вероятной оценкой средней цены акции для следующих полутора лет будет увеличение цены на 24% от 50%, или на 12%.

Обычно после того, как представлены все данные, опровергающие теорию, можно сделать уверенный вывод «Тренд — не ваш друг» и успокоиться. Но ни одна закономерность на фондовом рынке не работает вечно. Слишком много вокруг умных людей, которые предвидят результат и тем самым влияют на него. Циклы, как мы постоянно напоминаем сами себе, все время меняются.



## Изменился ли порядок вещей?

Учитывая данные, которые показывают, что в последние 60–70 лет в динамике как индивидуальных акций, так и обобщенных показателей происходило прямо противоположное тому, чего ожидают сторонники «следования тренду», мы, тем не менее, спрашиваем себя: что же происходит сейчас, в начале нового столетия? Может быть, ситуация изменилась и следование тренду окажется более разумной тактикой, чем ориентация на «возврат к среднему»?

В конце концов, академические работы слишком часто становятся популярными именно тогда, когда сделанные в них выводы могут принести инвесторам только вред. Вспомните, например, одно очень важное исследование, опубликованное в 1981 году в *Journal of Financial Economics*. В нем делалось заключение, что акции небольших компаний последовательно приносили более высокие прибыли, чем акции крупных компаний. После публикации этого исследования 18 лет подряд акции небольших компаний проигрывали по доходности акциям крупных компаний. К сожалению, эта несчастливая по-

лоса началась в 1983 году, после того как вдохновленные этим исследованием инвесторы стали вкладывать в них свои деньги. Димсон, Марш и Стаунтон привлекли внимание публики к этим событиям в своей статье *Murphy's Law and Market Anomalies* (Законы Мерфи и рыночные аномалии)\*, опубликованной в 1999 году. По иронии судьбы, именно в 1999 году, когда была опубликована эта статья, прибыли небольших компаний оказались одними из самых лучших за прошедшие годы. В 2000 и 2001 годах небольшие компании продолжали получать более высокие прибыли, чем крупные компании, входящие в S&P 500.

На самом деле панорама рынка настолько обширна и разнообразна, что можно найти примеры, подтверждающие любые гипотезы и теории. Для того чтобы проверить, не начался ли новый цикл, к кому вы обратитесь в первую очередь? К спекулянтам, биржевым игрокам.

Мы отобрали 20 самых привлекательных и самых непривлекательных компаний S&P 500 по итогам 2000 года. Нужно учесть, что в текущем индексе S&P 500 есть несколько компаний, которые туда не входили в начале 2000 года. Мы обнаружили, что 20 лучших акций по итогам 2000 года в среднем снизились за последующие 16 месяцев (данные до 29 апреля 2002 года) на 11%. Среди наиболее пострадавших — акции компании Calpine, которые упали на 76%, компании PerkinElmer Inc. — падение на 76% и компании Allergan — снижение на 32%. Ситуация выглядела бы еще хуже, если бы были учтены данные по компаниям, подобным Enron, которые были в 2000 году звездами индекса S&P. Акции Enron были исключены из этого индекса в ноябре 2001 года, и мы их не учитывали по этой причине, а если бы Enron осталась в списке, она бы понизила средние результаты 20 лучших по итогам 2000 года компаний еще на 5%.

---

\* Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton. *Murphy's Law and Market Anomalies*//Journal of Portfolio Management, vol. 25-2 (Winter 1999).

Таблица 3.3. Рейтинги и прибыли

Компании S&P 500 (рейтинг 2000 года)	% роста/снижения за следующие 16 месяцев
20 лучших	-11
20 худших	0
Индекс S&P 500	-19

Цены 20 худших по итогам 2000 года акций в среднем не изменились в следующие 16 месяцев, хотя в этом списке есть и преуспевшие компании, акции которых очень существенно подорожали. Так, акции компании American Greetings поднялись на 91% за период с 29 декабря по 29 апреля 2002 года; Apple Computer — на 55%; Cendant — на 91%; Circuit City — на 86%, Dell — на 48%. А вот индекс S&P 500 в целом снизился за 16 месяцев на 19%. Обобщенные данные представлены в табл. 3.3.

Ясно, что покупка акций худших компаний не гарантирует богатства. Интернет-компания Yahoo, акции которой упали на 86% в 2000 году, потеряла за следующие полтора года еще 53% стоимости своих акций. Сходная ситуация сложилась с акциями компаний Novell, Lucent и Gateway. Что касается компании WorldCom, то ее акции сначала упали с 13,15 до 2,35 долл. за акцию, и падение продолжалось до 1 июля 2002 года, когда цена акции достигла 6 центов.

Затем мы проанализировали акции крупных компаний, чтобы проверить, подвержены ли они трендам. Мы обнаружили, что для больших фармацевтических компаний характерен трехнедельный цикл подъемов и спадов. Так, акции Johnson & Johnson падали три недели подряд начиная с последней недели апреля 2002 года. Ваш прогноз? Начнут ли эти акции подниматься, или падение продолжится? Ответ «да» характерен для людей, которые склонны к «ошибке азартных игроков» (gambler's bias), второй ответ — «нет» — выбирают те, кто верит в «удачные/неудачные» полосы, и он называется

«ошибкой представительности» (representation bias)\*. На самом деле акции Johnson and Johnson падали 10 недель подряд. Но такого рода пример — это просто отдельный факт, который отнюдь не подтверждает точку зрения приверженцев существования трендов. Как писали в своей классической книге *Judgment Under Uncertainty: Heuristics and Biases* (Суждения в ситуации неопределенности: эвристики\*\* и ошибки)\*\*\* психологи Даниэль Канеман, Пол Словиц и Амос Тверски, распространенная склонность оценивать вероятность события на основе того, насколько легко оно припоминается, ведет к разнообразным ошибочным суждениям и заключениям. Примером может служить оценка вероятности инфаркта у людей среднего возраста на основе припоминания того, что происходило с вашими знакомыми этого возраста. Вряд ли кто-то серьезно отнесется к подобным «медицинским» заключениям, но, когда люди рассуждают о рынке, они часто используют такую логику.

Для того чтобы доказать это утверждение, недостаточно данных о больших фармацевтических компаниях, потому что таких компаний слишком мало. Поэтому мы провели исследование динамики акций 10 крупнейших компаний, входящих в индекс NASDAQ, и 10 крупнейших компаний, входящих в

---

\* Gambler's bias (ошибка азартных игроков) — это ожидание того, что если, например, при игре в рулетку или в кости какое-то число долго не выпадало, то оно вот-вот должно выпасть. На самом деле, с точки зрения теории вероятностей, исход каждого следующего броска абсолютно случаен и никак не зависит от результатов предыдущих бросков. Representation bias (ошибка представительности) — это убежденность, что какая-то тенденция (или тренд) продолжится, потому что началась «полоса» везения/невезения, хотя на самом деле все происходит случайно и никакой закономерности нет. — *Прим. пер.*

\*\* Эвристиками в психологии называют простые правила, которые люди применяют, чтобы принять решения, не имея достаточной информации. Например, убежденность в том, что «толстая книга — это умная книга» — это эвристика объема. Эвристики иногда «работают», а порой приводят к ошибкам. — *Прим. пер.*

\*\*\* Daniel Kahneman, Paul Slovic, and Amos Tversky. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. — Cambridge, England: Cambridge University Press, 1982.

**Таблица 3.4. Полосы роста/падения цен акций: изменение цены акций в последнюю неделю месяца в зависимости от изменений в первые три недели месяца**

Неделя 1	Неделя 2	Неделя 3	Количество наблюдений	Средний рост/снижение в 4-ю неделю, %
Росли	Росли	Росли	156	+1,6
Росли	Росли	Падали	165	+0,6
Росли	Падали	Росли	188	+0,6
Росли	Падали	Падали	125	+1,3
Падали	Росли	Росли	108	-1,3
Падали	Росли	Падали	91	+2,8
Падали	Падали	Росли	114	-1,4
Падали	Падали	Падали	100	-0,8

индекс S&P 500 по показателю рыночной капитализации. Поскольку корпорации Intel и Microsoft были и в том, и в другом списке, мы анализировали данные по 18 компаниям: это недельные колебания цен с мая 1997 года по май 2002 года. Чтобы упростить тест и обеспечить однородность результатов, мы учитывали знак динамики (рост или спад цены) для акций каждой компании в каждую из первых трех недель месяца. В итоге выделили восемь типов ситуаций, приведенных в табл. 3.4. А потом проанализировали то, что происходило с акциями в последнюю неделю месяца. Средний рост/снижение и данные о количестве наблюдений представлены в табл. 3.4.

Можно сделать вывод, что акции, которые поднимались в первые три недели месяца, растут и в последнюю неделю и, наоборот, акции, цена которых падала три недели подряд, будут падать и в последнюю неделю. Таким образом, цена акций, повышавшихся в первые три недели, в последнюю неделю возрастет в среднем еще на 1,6%. Цена же акций, падавших в первые три недели, к концу месяца упадет еще на 1,4%. Самой удивительной оказалась динамика акций, которые вели

себя в первые три недели подобно маятнику, то повышаясь, то падая. Акции, которые падали в первую неделю, поднимались во вторую и снова падали в третью, в последнюю неделю дорожали на 2,8%.

Можно классифицировать восемь указанных выше групп акций в зависимости от того, была ли их динамика в первые три недели месяца последовательной или изменения были разнонаправленными. В каждой из групп и во всей выборке из 1047 наблюдений обнаруживается высокая вариативность. Средняя вариативность по всей выборке в последнюю четвертую неделю — 10%. Очевидно, что влияние случайного компонента велико.

Однако, если обобщить все наши вычисления и модели, можно сделать вывод, что рост доходности на 2,8% тех компаний, акции которых колебались в первые три недели вверх и вниз, нельзя приписать чисто случайным факторам. Случайная вероятность такого события примерно 1:20.

Напротив, для тех компаний, акции которых вели себя последовательно, повышаясь или понижаясь в цене все три первые недели, тенденция хотя и заметна, но не так достоверна — случайная вероятность такого события примерно 1:10.

Если обобщить все приведенные данные, можно утверждать, что убедительных доказательств существования устойчивых тенденций динамики рынка, которые подтверждали бы точку зрения сторонников «теории тренда», не обнаружено. И академические исследования, и практические данные показывают, что тенденция «возврата к среднему» характерна для периодов любой продолжительности и для динамики как индивидуальных акций, так и средних, и индексов — словом, ее обнаруживают все данные, которые можно подвергнуть научному анализу. Отсюда наш вывод: модель поведения американского фондового рынка — это маятник, а не последовательный тренд или «полоса».

## Уважаемый, но весьма туманный индикатор

В некоторых странах были разработаны приемы технического анализа, которые идеально соответствуют их культурным традициям. В Японии, где уклончивость при ведении переговоров — это образ жизни, была разработана и столетия совершенствовалась методика «анализа свечей». Стив Нисон в своем популярном учебнике *Japanese Candlestick Charting Technique* (Японские свечи — методика графического анализа) заметил, что, как и другие методы графического анализа, «свечные диаграммы» требуют субъективной интерпретации\*. Это не должно никому показаться сюрпризом. Все, кто имел дело с японцами, знают, как вежливо, но настойчиво они уклоняются от того, чтобы дать определенный ответ, сказать «да» или «нет». Было бы абсолютно удивительно, если бы страна, в которой ценится уклончивость, разработала точно определенный метод анализа фондового рынка, который можно тестировать при помощи эксперимента.

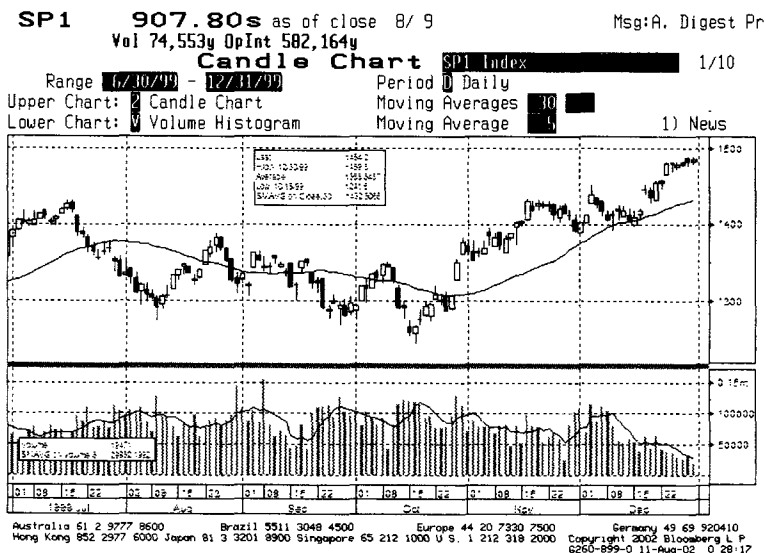
Свечи показывают цену открытия, максимальную цену, минимальную цену и цену закрытия. Прямоугольник — «тело свечи» — отображает цены открытия и закрытия, а «фитильки свеч» (их называют «теньями») над и под прямоугольником показывают минимальную и максимальную цены. Тело свечи белое, если цена закрытия выше, чем цена открытия, и темное, если цена закрытия ниже, чем цена открытия. Параметры свечи для данного дня и свечей для ближайших дней — это материал для «свечного анализа». Типичный график для индекса S&P 500 за последние шесть месяцев 1999 года представлен на рис. 3.3.

Мы затеяли тест обоснованности фигур технического анализа японских свечей вовсе не для того, чтобы выразить неуважение к японскому «политесу». Для начала мы выбрали

---

\* Steven Nison. *Japanese Candlestick Charting Techniques: A Contemporary Guide to the Ancient Investment Techniques of the Far East.* — New York: New York Institute of Finance, 2001.

### Рисунок 3.3. Японские свечи для индекса S&P 500 (июль — декабрь 1999)



Источник: Bloomberg L.P.

пять наиболее популярных фигур, упомянутых в двух источниках: книге Нисона и популярном руководстве по анализу японских свечей, которое можно найти в Интернете на сайте LitWick.com.

Тест заключался в том, чтобы найти эти фигуры, используя данные о ежедневных ценах (максимальных, минимальных, открытия и закрытия) для шестилетнего периода (1995–2001). Одну из фигур нам вообще не удалось обнаружить: эта фигура под названием «Брошенный младенец» с 1995 года не появлялась в динамике цен индекса S&P 500. Мы проверяли прогнозы, сделанные на основании четырех оставшихся фигур для трех временных интервалов. Интервалы были такими: до следующего по времени закрытия, до следующего по времени открытия и до закрытия через два дня после того, как появилась фигура. Каждая сделка совершалась по цене открытия следующего дня после появления фигуры (табл. 3.5).



Таблица 3.5. Сделки на основе японских свечей

Фигура	Медвежий/ бычий	Период	Кол-во наблю- дений	Изме- нения S&P, пункты	% по- выше- ния	Z
Три черные вороны	Медвежий	От открытия до закрытия	21	3,7	57	119
		От открытия до открытия	21	4,9	67	156
		От открытия до закрытия на следующий день	21	5,7	57	156
Погло- щение	Медвежий	От открытия до закрытия	22	2,3	36	-79
		От открытия до открытия	22	3,2	41	-92
		От открытия до закрытия на следующий день	22	2,2	50	-47
Доджи в расту- щем тренде	Медвежий	От открытия до закрытия	10	-0,6	50	-21
		От открытия до открытия	10	-3,0	50	-69
		От открытия до закрытия на следующий день	10	-2,5	40	-69
Брошен- ный младенец	Медвежий	От открытия до закрытия	0			
		От открытия до открытия	0			
		От открытия до закрытия на следующий день	0			
Вершина- щипчики	Медвежий	От открытия до закрытия	57	0,9	51	
		От открытия до открытия	57	0,8	56	
		От открытия до закрытия на следующий день	57	-0,5	60	

Из 15 тестов только четыре дали результаты, не противоречащие прогнозу на основе интерпретации японских свечей. Но из этих четырех тестов ни один не достиг уровня статистической значимости 1 к 20, т.е. результаты могли быть просто случайными. Таким образом, наши тесты не подтвердили обоснованность прогноза на основе японских свечей.

Но, может быть, мы переборщили с научными методами? Может быть, есть люди, обладающие выдающимися способностями интуитивно интерпретировать такие технические фигуры? «Технический анализ в такой же мере искусство, как и наука» — вот заклинание, которое любят повторять в трудную минуту его приверженцы. Нет сомнений, есть много аналитиков и практиков, которые лучше работают с визуальными, а не числовыми моделями. Например, шахматисты часто «видят» зависимости, которые помогают им найти сильнейший ход, позволяющий выиграть партию, но не могут объяснить, как им это удается. Аналогичным образом архитекторы, инженеры, художники часто могут взглянуть на пейзаж и обнаружить соотношения, которые им трудно определить и выразить словами, не говоря уже о квантификации этих соотношений — переводе в количественные закономерности.

Большая проблема такого способа рассуждений заключается в том, что люди часто склонны к «ошибке обоснованности» (validity bias). Другими словами, они считают свои суждения гораздо более обоснованными, чем это есть в действительности. Люди часто полагают, что существует закономерность в последовательности событий, когда на самом деле ее нет, и эта иллюзия приводит к многочисленным ошибкам в заключениях по разным вопросам и в принятии решений как в анализе рынка, так и в обыденной жизни. Люди склонны давать необоснованно уверенные предсказания, которые соответствуют распространенным стереотипам, «обращая мало внимания или вовсе не обращая внимания на обстоятельства, снижающие точность прогноза», как писали Канеман и Тверски в своей

книге *Judgment under Uncertainty* (Заключения в неопределенной ситуации). Они с упорством стоят на своем, даже если знают, что информация, на которой основан прогноз, неполна, ненадежна или устарела.

Но если не обращать внимания на психологические ошибки, которые влияют на интерпретацию свечных и других графиков, обычному инвестору не очень-то будет полезен рассказ о том, что некоторые люди обладают талантом «визуализации закономерностей», но, к несчастью, никак не могут объяснить другим, на чем основаны их заключения и интерпретации. Ведь у инвестора нет возможности освоить этот метод и воспользоваться им. А если он решит просто подражать «великому визуализатору», то не сможет быть уверен, что дар вдруг не покинет «провидца», что тот будет по-прежнему давать правильные предсказания в изменившихся условиях.

К несчастью, проповедники технического анализа ничего не говорят о том, какой временной интервал нужно использовать для поиска закономерностей. Как отметил наш друг Шуи Мицуда, великий философ рынка, работающий в японской брокерской фирме: «Если поменять размерность переменных на графике (продолжительность, диапазон цен), то он часто показывает совершенно другую фигуру. Если оценивать данные за последний год, то акции Sony выглядят очень привлекательно, если же принять во внимание последние десять лет — они приводят меня в ужас, а если ограничиться последним месяцем — я даже и не знаю, что сказать». Беда в том, что это очень характерная черта технических индикаторов и без надежных ориентиров для решения данной проблемы очень легко запутаться.

Но еще более серьезные проблемы с использованием свечей при игре на бирже связаны с постоянно меняющимися циклами и обманными тактическими приемами на фондовом рынке.



Наш друг Гленн Эсковедо, шахматный гроссмейстер, работающий брокером в солидной фирме на Уолл-стрит, прислал нам одну из самых популярных в Китае книг *The Book of "Stratagems"* (Книгу «стратегем»)\* Харро фон Сенгера, чтобы мы могли лучше разобраться в тонкостях японского технического анализа. В книге описаны многочисленные примеры обманных тактических приемов, использовавшихся в Китае с глубокой древности, два из которых мы здесь приводим.

1. **Обмануть императора и пересечь море.** Император Тайцзонг прибыл на берег Желтого моря с армией из 300 000 солдат, готовясь дать битву в Когурё, но впал в отчаяние и утратил мужество. Он обратился к своим военачальникам за советом. Испугавшись, что император прикажет прекратить военную кампанию, советники велели построить корабль, замаскированный под дом богатого купца. Они заманили императора на корабль и отплыли в море. Когда канделябры на столе стали раскачиваться, император приказал раздвинуть шторы. «Где мы?» — закричал он. Но поставленный перед свершившимся фактом, вновь обрел решимость, смело отправился на битву и победил.
2. **Притворяться, что занят ремонтом дорог, и тайно двигаться к Ченцангу.** В 206 году до н. э. военачальник Лю Банг отступил в Ханжонг, спасаясь от смертельного врага. Для того чтобы защититься от внезапного нападения, он сжег деревянные мосты и переходы через горные пропасти. Позже он вновь собрал силы и начал готовиться к новой кампании в Ченцанге. Для того чтобы обмануть противников, он приказал небольшой группе своих солдат начать ремонт мостов. Командир гарнизона в Ченцанге расхохотался, узнав об этом, поскольку считал, что на эту работу уйдут годы. Но пока он смеялся, войска Лю Банга скрытно

---

\* Harro Von Senger. *The Book of Stratagems*. — New York: Viking/Penguin, 1991.

подошли к Ченцангу по другой дороге и неожиданно напали на город, застав противника врасплох.

«Китайцы тысячелетиями жили и умирали, участь обманывать и вводить в заблуждение, — заметил Эсковедо. — Трудно поверить, что они или японцы могут принять графический анализ за чистую монету».

Что еще труднее понять, так это западную моду на анализ японских свечей. В своей книге *Japanese Candlestick Charting Techniques* (Метод анализа японских свечей) Нисон так говорит о растущей популярности этого метода:

Интернет-трейдеры, внутрисуточные трейдеры, институциональные трейдеры, маркет-мейкеры — это только часть энтузиастов свечных графиков. На веб-сайтах, на терминалах электронных торговых систем, в пакетах программ для технического анализа используются свечные графики. Это свидетельство их популярности и огромной притягательности для людей, работающих на современных рынках, где цены постоянно колеблются. Свечи горят ярче, чем когда-либо.

При всем этом Нисон предлагает ряд разъяснений технических фигур свечного анализа в западных терминах «для опытных технических аналитиков», таких как «свечи и линии трендов», «свечи и уровни возврата», «свечи и скользящие средние», «свечи и осцилляторы», «свечи и открытый интерес», «свечи и волны Эллиотта», «свечи и профиль рынка».

Наши знакомые, которые знают, что мы думаем по поводу японских свечей, рискуют обсуждать эту тему только в нашем отсутствии. Иногда какая-то информация попадает и к нам, как, например, письмо, полученное по электронной почте, в котором превозносятся достоинства книги Нисона, явно предназначенное для энтузиастов свечных графиков и по ошибке присланное нам. «Свечные графики применялись еще во времена династии Токугава в конце XVI — начале XVII века, — задыхаясь от восторга, повествует автор письма. — В книге подробно рассматриваются психологические закономерности, лежащие в основе таких фигур, как “Голова и плечи”, которую японские торговцы рисом называли “Три Будды”. Одна из моих люби-

мых фигур — это “Высокие волны”, она вызывает у меня морскую болезнь, как только я ее увижу». После признаний в жгучем желании исследовать такие фигуры, как «Звезда Доджи», «Три белых воина нападают на черную тень» и «Свечи сгорают, чтобы светить человеку», автор пишет в заключении:

Как бы мне ни нравились Вик и Лорел, мне трудно не испытывать уважения к четырем столетиям опыта прибыльной игры на рынке.

Другие наши корреспонденты нашли иное применение для книг по техническому анализу японских свечей. Джон Ламберг из города Миннетонка, штат Миннесота, один из наших самых здравомыслящих корреспондентов, инженер, любитель сатирического шоу Монти Пайтона, семейный человек и бывший энтузиаст технического анализа, использует свою карманную книгу по анализу свечных фигур, подкладывая ее под ножку кофейного столика, чтобы тот не шатался.

## Руки Гидры


А теперь рассмотрим еще одну голову Американской гидры — широко известный индекс TRIN. Это сокращенное название Краткосрочного торгового индекса NYSE (Нью-Йоркской фондовой биржи). Изобретатель этого индекса Ричард Армс, который берет годовую плату в 8000 долл. за консультационные услуги, предпочитает другое название — Arms Index (индекс Армса)\*. CNBC, самая популярная телевизионная финансовая сеть, также пользуется этим названием, когда текущие значения индекса каждые двадцать минут мелькают перед взором телезрителей.

Некоторые трейдеры используют пятидневные средние значения этого индекса для кратковременных прогнозов.

Благоприятные отзывы об этом индексе появились в прессе в начале 2001 года, когда авторитетный специалист по инвести-

---

\* Фамилия автора индекса, обсуждаемого в этом разделе, Arms, в переводе означает «руки», отсюда игра слов в названии. — *Прим. пер.*

 циям Дон Хейс сказал в интервью журналу *Barron's*, что использовал индекс Армса для предсказания низшей точки индекса Доу–Джонса 22 марта\*. Потом индекс Доу за 60 дней поднялся на 21% и снова начал падать.

Итак, TRIN работает, не правда ли?

Это звучало интригующе. Мы решили проверить. Работая вместе с доктором Бреттом Стинбарджером, который использовал TRIN в своих собственных операциях на бирже, мы рассчитали сотни регрессий с задержками и опережениями для интервалов различной длительности. Мы анализировали корреляции одно-, двух-, пяти- и десятидневных значений TRIN со значениями индекса S&P 500 через один, пять и десять дней. Мы обнаружили, что корреляции для последних трех с половиной лет незначительны: близки к нулю или абсолютно нулевые. Другими словами, индекс Армса не помогает предсказывать будущее.

Мы не единственные, кто обнаружил проблемы с индексом TRIN. В исследовании, которое приводится в *The Encyclopedia of Technical Market Indicators* (Энциклопедия технических индикаторов рынка), Роберт Колби и Томас Майерс исследовали индекс TRIN с января 1928 до марта 1987 года\*\*. Используя ежедневные данные, они провели множество тестов для прогнозов на срок от одного до двенадцати месяцев. Результаты были такими: «Мы можем только сказать, что индекс обладает очень ограниченной предсказательной ценностью для динамики цен на акции».

Кому-то этот вывод может показаться преждевременным, так как он основан на данных всего за 59 лет. В дополнение Тушар Чанде и Стэнли Кролл в книге *The New Technical Trader* (Новый технический трейдер) отметили еще три проблемы индекса TRIN:

---

\* Sandra Ward. *Barometer Readings: An Interview with Don Hays//Barron's*, April 2, 2001.

\*\* Robert Colby and Thomas Meyers. *The Encyclopedia of Technical Market Indicators*. — New York: Irwin, 1988.

1. Соотношения, используемые в индексе TRIN, чаще запутывают, а не проясняют картину рынка. Особенно если ситуация на рынке неоднозначная.
2. Процедура сглаживания графика TRIN по методу скользящих средних искажает картину изменения оборотов биржевых торгов.
3. У метода TRIN есть ограничения для отображения подъемов рынка, но нет ограничений для отображения спадов\*.

Мы беседовали с Ричардом Армсом в мае 2001 года, чтобы узнать, что он думает о наших выводах и как он использует свой индекс. Вот что он сказал:

**Лорел:** Вы активно играете?

**Армс:** Я немного играю для себя, но мое основное занятие — беседы с клиентами. Я даю рекомендации десяткам организаций. Я теперь не играю много, потому что занят другими делами.

**Лорел:** Вы миллионер? Может быть, у вас уже сотни миллионов?

**Армс:** Что-то среднее.

**Лорел:** Это состояние вы получили, играя на бирже?

**Армс:** Да, а также за счет гонораров, которые мне платят клиенты.

**Лорел:** Как вы посоветуете людям использовать индекс?

**Армс:** Если вы трейдер, обратите внимание на скользящую среднюю за пять дней. Если она в районе 0,75, то лучше продавать, а если около 1,25 — покупать. Вообще, это вопрос интерпретации... Скользящие средние за десять дней позволили нам абсолютно четко определить минимум 22 марта 2001 года.

**Лорел:** Вы не могли бы объяснить подробнее, как это у вас получается.

\* Tushar Chande and Stanley Kroll. *The New Technical Trader*. — New York: Wiley, 1994.



**Армс:** Когда вы работаете с индексом так много лет, у вас... вырабатывается инстинкт. Я не уверен, что смогу объяснить. Я объясняю это своим ... корпоративным клиентам. Я многое учитываю и принимаю во внимание. Нельзя просто посмотреть на индекс и сказать «продавайте» или «покупайте». Это все не так просто.

**Лорел:** Как часто вы использовали индекс Arms как первоочередной сигнал за последние пять лет?

**Армс:** За последние пять лет это случилось два раза, о первом мы уже говорили, а еще один раз это было в октябре 1997 года. И еще в 1987 году.

### **Если и есть доказательство, мы его обнаружить не смогли**

Трудность заключается в том, что сигналы «покупай» на основе анализа десятидневных средних возникают слишком редко, чтобы можно было дать научно обоснованную оценку индексу Армса. Невозможно оценить статистическую достоверность взаимосвязи, которая проявляется только дважды за пять лет.

Также нужно отметить, что «сигналы» приходят во время глубокого спада рынка, поэтому, по существу, вы просто пользуетесь старым советом: покупай, когда начинается паника.

С точки зрения статистики, очень трудно дать оценку значимости отношения двух позиций, так как распределение отношения двух нормально распределенных переменных имеет бесконечное среднее и бесконечную дисперсию. Другими словами, даже увеличение размера выборок не дает возможности повысить точность оценки среднего и дисперсии для данного индикатора.

С количественной точки зрения, использование отношения также вызывает сомнения. Его изменения в основном определяются изменениями объема, которые, в свою очередь, сильно коррелируют с изменениями цен. Поэтому соотношение мо-

жет принимать значения от нуля до бесконечности. Возможно, более стабильные оценки можно было бы получить при помощи разницы между объемом и соотношением выросших акций и акций, цены на которые снизились, переведенной в логарифмическую шкалу для более равномерного распределения.

Учитывая все сказанное, работать с индексом *Agms* примерно так же легко и полезно, как пытаться удержать руками солнечный зайчик.

Мы сказали Армсу, что не нашли никаких достоверных корреляций между скользящими средними индекса TRIN и последующими изменениями индекса S&P 500. Он ответил, что удивлен и обеспокоен таким заявлением. «Весь Уолл-стрит использует индекс, потому что он работает», — сказал он нам.

## **Разногласие по поводу объемов, которое о многом говорит**

Многие приверженцы технического анализа, прочитав очередное исследование, показывающее, что их любимая методика не работает, возразят, будто это произошло из-за того, что не учитывается объем торгов. Мы можем просто указать в ответ на это, что сами технические аналитики не могут договориться друг с другом о том, как именно объем работает и как его нужно учитывать. Хейни Саад, трейдер и наш друг, работающий в Королевском банке Канады, сдал все три уровня экзамена СМТ, прежде чем убедиться, что технический анализ не работает. Вот что он нам написал по электронной почте:

Любой технический аналитик скажет, что объем торгов — это 50% ответа на загадку. Классический технический анализ предполагает, что сдвигу цен в определенном направлении нельзя доверять, если объем торгов не движется в том же направлении. Например, на бычьем рынке (что бы он из себя ни представлял) объем должен быть выше в те дни, когда цены поднимаются, чем в те, когда они снижаются. Такова вкратце суть концепции Мэджи. И об этом упоминается в письмах Чарльза Доу, о чем говорит Хэмилтон в книге *The stock market barometer* (Барометр фондового рынка).

Но вот что забавно. Ваш любимый технический аналитик Ричард Армс разработал индикатор, который назвал Ease of Movement (Легкость движения). Вот описание этого индикатора из учебника «Технический анализ от А до Я»:

«Индикатор Ease of Movement показывает взаимосвязь между объемом и изменением цен. Точно так же, как график Equivolume, этот индикатор показывает, какой объем торгов требуется, чтобы сдвинуть цены.

Высокие значения индекса Ease of Movement принимает, когда цены поднимаются при небольшом объеме торгов. Низкие значения — если цены снижаются при небольшом объеме торгов. Если цены не изменяются или нужен большой объем торгов, чтобы сдвинуть цены, значение индекса будет близким к нулю.

Когда индикатор Ease of Movement становится больше нуля, это говорит о том, что нужно покупать, так как цены достаточно легко поднимаются, а когда его значения становятся отрицательными — это сигнал к продаже, потому что цены в этой ситуации легко падают».

Таким образом, если Чарльз Доу предполагал, что сигнал покупать — это высокие объемы торгов при тенденции цен повышаться, то Ричард Армс дает прямо противоположный совет: покупать при тенденции к повышению, если объем торгов низок. Кому вы должны верить? Ни тому и ни другому. Исследования показали, что объем торгов как независимая переменная не обладает никаким предсказательным эффектом.

Наконец, я должен признаться, что если бы не Вик, то, наверное, и по сей день я бы продолжал использовать все те инструменты технического анализа, которые сегодня вызывают у меня только смех.

## Плечом вперед

Во время грандиозного обвала цен в июле 2002 года мы получили по электронной почте письмо от управляющего одного из хедж-фондов, который избегает публичного внимания. Назовем его мистер И. Так вот, он писал: «Технический анализ показывает, что после резкого снижения цен на прошлой неделе ситуация стала угрожающей, потому что можно увидеть фигуру «Голова и плечи», точкой отсчета для которой является январь 1998 года».

После этого письма, полученного нами 10 июля, индекс S&P 500 упал ниже уровня, отмеченного в январе 1998 года, и

стал приближаться к минимальному значению, отмеченному в апреле 1997 года. Во вторник 23 июля он упал ниже 800 пунктов. Обычные методы расчета предсказывали, что следующей отметкой, на которой он стабилизируется, будет 540. Что касается индекса NASDAQ 100, было похоже, что он упадет до 2690.

Мы спросили Джона Ламберга, который как раз предсказывал, что следующий уровень будет 540, не шутит ли он. Он ответил:

Нет, на самом деле это просто была ошибка. Я сделал быструю «прикидку» по графику, измерив расстояние от макушки «головы» до шеи, и использовал его для «предсказания» следующего падения. Увы, поскольку я пользовался псевдологарифмической шкалой, то сделал ошибку в расчетах, которой не заметил. Дон Ван сделал расчеты по методике Эдвардса и Мэджи и получил в результате 300, что близко к моей оценке.

Ваш вопрос побудил меня вытащить книжку Эдвардса и Мэджи из-под ножки кофейного столика и заглянуть в нее. Я прочел: «Если подъем рынка, который предшествовал появлению разворотной фигуры, был небольшим, то следующий за ним спад, скорее всего, будет таким же небольшим. Иными словами, падение должно соответствовать предшествующему росту. Итак, у нас на самом деле два ожидаемых уровня падения. Один соответствует началу растущего тренда, который предшествовал появлению фигуры «Голова и плечи», а другой рассчитывается по нашей формуле. Из этих двух минимумов нужно принимать в расчет наименьший».

Вот тут я в недоумении. Что значит «большой» и «небольшой»? Когда начинается движение, предшествующее формированию обратной тенденции? Давайте считать началом тенденции спад 1995 года. Применив немного инженерной смекалки, я получил число 407 пунктов, которое предшествовало формированию фигуры «Голова и плечи». Если вычесть 407 из 950, получается 543. Можно округлить эту цифру, поскольку технический анализ, что ни говорите, не вполне точная наука. Я получил число 540. Похоже, мои первоначальные вычисления все же не были ошибочными. Это очень здорово, потому что я поделил все свои деньги и половину поставил на 540, а вторую половину, использовав знаменитый совет Рика [Армса], — на 22.

Свидетельствует ли удачный прогноз мистера И о том, что фигура «Голова и плечи» действительно работает? И важно ли это сейчас, когда, похоже, рушится сам фундамент финансового мира?

Всегда важно знать, что работает, а что нет. Особенно во время паники. Как отметил живший в XIX веке писатель и журналист Даниэль Дефо в своих заметках о лондонской эпидемии чумы в 1685 году, отчаявшиеся люди охотно покупают бесполезные «панацеи»\*. Нужно сохранять здравый смысл и видеть перспективу. А что касается того, работает ли фигура «Голова и плечи» и дает ли возможность получить прибыль на финансовом рынке, — мы покажем вам, что нет, не работает.



Трейдеры используют фигуру «Голова и плечи» по меньшей мере с 1930 года. Она состоит из трех пиков, самый высокий из которых расположен в середине. Горизонтальная линия — «линия шеи» — соединяет минимумы между пиками. Если цены падают ниже «линии шеи», предполагается, что цены продолжат падение.

Фигура считается признаком начала медвежьего рынка.

## Гипотетическая фигура «Голова и плечи»

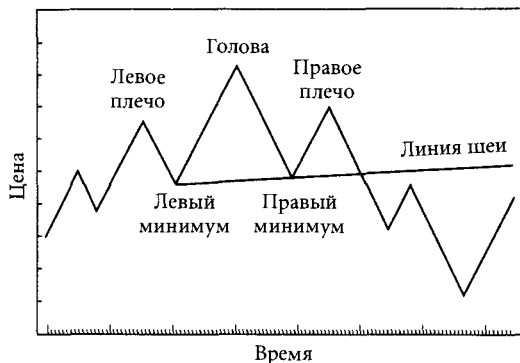
Мы считаем, что все прибыли (пусть он примет по этому поводу наши искренние поздравления), которые мистер И получил, используя на торгах прогноз на основе этой фигуры, были просто удачей и будущие успехи ему не гарантированы. Тем не менее столь важный вопрос требует анализа, результаты которого должны быть представлены публике. Случайные примеры, уверенные заявления и даже ссылки на авторитеты, включая (и даже особенно) наш авторитет, будут недостаточны.



Так случилось, что вскоре после получения письма от мистера И мы обнаружили очень интересное исследование. Оно называлось *Identifying Noise Traders: The Head-and-Shoulders Patterns in U.S. Equities* (Трейдеры, которые ориентируются на шум: Фигура «Голова и плечи» в американских ценных бума-

\* Daniel Defoe. A Journal of the Plague Year. — London: Penguin Books, 1986.

Рисунок 3.4. Гипотетическая фигура «Голова и плечи»



гах), а автором была Кэрл Ослер из Нью-Йоркской Федеральной резервной системы\*. В итоге тщательных исследований миссис Ослер пришла к выводу, что операции с индивидуальными акциями, которые основаны на прогнозах фигуры «Голова и плечи», не приносят прибыли.

Миссис Ослер написала компьютерную программу, с помощью которой можно обнаружить в данных о движении цен фигуру «Голова и плечи». Программа была создана на основе критериев, предложенных в восьми различных руководствах по техническому анализу. Она проанализировала при помощи этой программы динамику акций 100 фирм за период со 2 июля 1962 года по 31 декабря 1993 года. Эти фирмы были выбраны случайным образом из базы данных Центра исследований стоимости ценных бумаг университета Чикаго. Руководства по техническому анализу противоречили друг другу, определяя, когда следует выходить из торгов после появления фигуры «Голова и плечи», но все они сходились в том, что должно произойти серьезное изменение тренда. Миссис Ослер написала программу так, чтобы позиция оставалась открытой, пока цена не пе-

\* Carol Osler. Identifying Noise Traders: The Head-and-Shoulders Patterns in U.S. Equities (1998). Available from [http://www.ny.frb.org/rmaghome/staff\\_rp/sr42.pdf](http://www.ny.frb.org/rmaghome/staff_rp/sr42.pdf).

рестанет двигаться в предсказанном направлении, а стоп-приказ подавался при снижении цены на 1%.

Чем можно объяснить популярность стратегии биржевой игры, которая не приносит прибыли? Миссис Ослер считает, что причина — в особенности человеческой психологии. Люди склонны видеть несуществующие в реальности взаимосвязи между двумя группами явлений. Они проявляют неоправданную уверенность в своих суждениях, причем приятный или успешный опыт (например, успешное использование фигуры «Голова и плечи» в торгах) запоминается значительно лучше, чем неприятный.

Несколько успешных действий могут принести биржевому игроку славу и капитал, привлекая новых энтузиастов, готовых использовать тот же прием. Миссис Ослер ссылается на исследования когнитивных психологов, которые показали, что люди могут долгое время пользоваться какой-нибудь тактикой, если она хотя бы иногда приносит успех, не осознавая, что успех приходит совершенно случайно, как выигрыш в лотерее, необоснованно приписывая удачу применению этой тактики.

А от многих биржевых игроков мы слышали, что они не верят в эффективность использования фигуры «Голова и плечи», как и других графических фигур, но хотят знать, что делают энтузиасты таких методов, чтобы «обыграть» их на бирже и получить прибыль за их счет. Миссис Ослер желает им удачи, но предупреждает, что, даже если не принимать во внимание издержки на транзакции, играть против трейдеров — приверженцев модели «Голова и плечи» на индивидуальных акциях неприбыльно. Еще одно возражение против наших выводов: «технические» трейдеры просто используют психологию «неинформированных» людей. Это не отменяет аргумента, приведенного выше: продавать после появления «технических фигур» невыгодно, независимо от того, знаком ли продавец с тонкостями этих графиков или нет.

Когда Лорел интервьюировала миссис Ослер, та уже приняла предложение стать профессором международной экономики и финансов в университете Brandeis, где планировала провести исследование роли биржевых приказов на валютном рынке, направленных на ограничение убытков (stop-loss) и получение прибыли (take-profit). Одна из проблем, которая ее интересует, — увеличение количества биржевых приказов, когда цены выражаются в круглых числах. Она не планирует продолжать работы по исследованию фигуры «Голова и плечи» на фьючерсном рынке. «Технический анализ сейчас не популярен», — объяснила она.

Ослер выросла в пригороде Бостона, после окончания университета Swarthmore она поступила в аспирантуру Принстона. Поклонница игры в сквош и балета, она избегала риска, связанного с игрой на бирже, но с удовольствием шла на риск на академическом поприще. Когда она появилась на валютной бирже, чтобы проанализировать, как биржевые приказы влияют на валютный рынок, это вызвало негодование в академической среде. «Они считали, что исследовать динамику биржевых приказов крайне непрофессионально», — сказала она во время интервью. Она еще раз нарушила «академические нормы», когда начала интервьюировать трейдеров, которых «академики» считали слишком склонными к обману, чтобы от них можно было получить ценную информацию. Она припомнила, как послала коллеге письмо по электронной почте, в котором представила собранные ею эмпирические данные по одной из проблем, и спросила, что он о них думает. Он ответил: «Прежде всего, мне нужно увидеть тщательно проработанную модель, чтобы убедиться, что то, о чем вы пишете, не противоречит теории».

«Но моя цель — понять, что происходит в реальности, — рассказывала она. — А это принимают далеко не все в академической среде».

Всегда готовые ввязаться в драку, мы решили проверить действенность стратегии «Голова и плечи» для цен на фью-



Таблица 3.6. Пять фигур «Голова и плечи» Жанга

Левое плечо	Пересечение линии шеи
21.11.97	18.12.97
9.06.98	27.08.98
23.10.00	20.11.00
4.05.01	13.06.01
5.12.97	11.01.02

черсы компаний, входящих в индекс S&P, начиная с 1996 года. Ши Жанг, один из сотрудников Вика, написал компьютерную программу на основе описания алгоритма, который применяла для анализа стратегии «Голова и плечи» миссис Ослер. В программе Жанга задавался следующий параметр: медвежья фигура «Голова и плечи» считалась проявившейся, если шесть точек этой фигуры (правое плечо, правый минимум, голова, левый минимум, левое плечо и «линия шеи») появлялись не менее чем за пять дней, но и не более чем за 180 дней. Использовался разный «шаг» изменения цен, чтобы быть уверенным, что не пропущена ни одна фигура.

После десяти часов расчетов на компьютере Жанг обнаружил пять фигур «Голова и плечи», а затем оценивал прибыли через 1, 2, 3, 4, 5, 10, 20, 30 и 60 дней. Даты начальной и конечной точки каждой из пяти фигур показаны в табл. 3.6.

Таблица 3.7. Прибыли за различные периоды

	Число дней после пересечения «линии шеи»								
	1	2	3	4	5	10	20	30	60
Средняя прибыль/ убытки	0,5%	1,6%	1,3%	1,4%	1,4%	-0,5%	0,5%	-0,2%	-3,5%
Стандарт- ное откло- нение	0,01	0,03	0,01	0,02	0,02	0,03	0,03	0,05	0,11

Если предположить, что трейдер открыл короткую позицию в момент пересечения «линии шеи», прибыли за различные периоды будут такими, как показано в табл. 3.7.

Как нам кажется, вывод ясен: фигура «Голова и плечи» не помогает ни определить изменение тренда, ни выбрать прибыльную стратегию.

## **Вы действительно думаете, что прямая линия укажет вам путь?**

Не вызывает удивления, что простые приемы, такие как экстраполяция трендов, не приносят прибылей. Все мы знаем с детства, что для того, чтобы победить в игре или споре, необходимое ключевое условие — ввести противника в заблуждение. Первая игра в жизни ребенка — «прятки», и, навер-



Осада Трои, 1184 г. до н. э. (Милтон Бонд, 2001)

ное, это первый шаг на пути, который показывает нам, что лучше не объявлять открыто о своих намерениях до поры до времени, чем сразу выкладывать все карты на стол. Животные также используют обман — и самые примитивные насекомые, и высокоразвитые приматы. Взрослые люди, наверное, не глупее насекомых, к тому же они могут воспользоваться тысячелетним опытом обмана в истории человечества, начиная с троянского коня. Очевидно, что проницательные трейдеры, играющие на рынке, не могут не прибегать к обманным маневрам, чтобы не действовать прямолинейно.

Как сказал знаменитый питчер (подающий. — *Прим. пер.*) бейсбольной команды New York Giants Кристи Мэтьюсон почти столетие тому назад: «Если бэттер (нападающий, бьющий битой по мячу. — *Прим. пер.*) хорошо бьет по высоким мячам, направленным ему в корпус, вряд ли он еще раз увидит такую подачу до конца сезона»\*.

Как правило, лучшие полководцы — величайшие мастера обманных маневров. Наш любимый пример в этом отношении — генерал Джексон, по прозвищу «Каменная стена», которого признают самым выдающимся полководцем Конфедерации времен войны Севера и Юга.

Одним из его любимых трюков было начать расспрашивать своих подчиненных о дорогах и речных путях в тех направлениях, которые его на самом деле не интересовали. Он даже приказывал готовить карты и начать ремонт дорог, как будто вот-вот отдаст приказ отправиться по ним в путь. И вот, когда все только и занималось тем, что обменивались слухами и пытались предсказать его намерения, он тихо отдавал приказ начать марш в прямо противоположном направлении\*\*.

Вику посчастливилось: с раннего детства (с трех лет) он стал играть в шахматы и шашки. Его отец был отличным шашкистом, а позже уже взрослый Вик получил возможность 15 лет брать уроки игры в шашки и шахматы у двух чемпионов

\* Paul Dickson. *Baseball's Greatest Quotations*. — New York: Harper, 1991.

\*\* John E. Cooke. *Life of Stonewall Jackson*. — Richmond, VA: Ayres & Wade, 1863.

США — Тома Уизвелла (шашки) и Арта Бисгира (шахматы). Все шахматисты и шашкисты знают, что обман — это один из ключей (если не главный ключ) к успеху. Уизвелл придумал около 15 000 максим (афоризмов) о шашках. Некоторые из них Вик использовал в своей первой книге, но здесь мы приведем десять из них, которые прямо относятся к обману:

1. **Минное поле.** Есть множество трюков, ловушек, ложных маневров в игре, и вы должны внимательно за ними следить, иначе попадете впросак и проиграете. Гарантий безопасности нет, в конце концов, это стратегическая игра. Постоянная бдительность — это ваша лучшая надежда для того, чтобы выжить... в шашках или шахматах.
2. **Черная магия.** Самый лучший трюк — это уметь скрывать свои трюки.
3. **Уверенность и игра.** Именно в тот момент, когда вы абсолютно уверены в себе, вы попадаете в ловушку. Это случается и с новичками, и с чемпионами мира: особенно когда вы контролируете большую часть доски.
4. **Поближе к жилетке.** Не кричите на весь мир «Я сделал сильный ход». Как говорят карточные профессионалы «держите ваши карты поближе к жилетке». Это хороший совет даже для тех, кто никогда ее не надевает.
5. **Умение переключаться.** Бывает, что вы отлично играете сложные дебюты, но если противник выбирает слабый для него вариант, то может застать вас врасплох, и вы глазом не успеете моргнуть, как окажетесь в проигрышной позиции.
6. **Действия или выжидание.** В некоторых позициях хороши агрессивные атаки и красивые жертвы, а в других вы делаете ход «тихий» или такой, который с виду кажется совершенно безобидным, но на самом деле, как зов Сирены, увлекает вашего противника к гибели.
7. **Запутывание и отвлечение.** Не забывайте о противниках, которые специально делают вид, что внимательно изучают левый фланг своей позиции, чтобы затем сделать «тихий», но решающий ход на правом фланге. Вы должны анализировать всю доску, чтобы разобраться в позиции.

8. **Неожиданности.** До тех пор пока вы не подготовились к неожиданностям, будьте готовы к неожиданным поражениям.
9. **Гудини\***. Хорошие шашисты и шахматисты должны быть подобны иллюзионистам. Они должны уметь выскальзывать из самых безнадежных позиций.
10. **Скрытая ловушка.** Иногда вы видите потрясающую комбинацию, но не замечаете, что в самом конце она некорректна и приводит к поражению. Старайтесь просчитать каждую комбинацию до конца.

Ложные маневры и обман вездесущи на рынке, как в шахматах и шашках. Наш друг биржевой игрок Джеймс Лэйки в ответ на вопрос о том, какой информацией о ценах и размере торгов обмениваются его коллеги, немного рассказал о типичных трюках трейдеров:

Что это означает, если мистер Биг теребит мочку левого уха, зажигает сигару и делает в покере ход в своем привычном стиле? Что это означает, если Goldman Sachs готов покупать акции компании Nvidia по высоким ценам и толкает эти акции вверх, повысив свою цену еще на доллар как раз перед обедом? Что означает ситуация, когда специалист по акциям ЗМ расширяет спрэд на доллар после падения цены на 50 центов и показывает в котировке на покупку 50 000 акций?

У каждой акции есть своя индивидуальность. Она возникает благодаря трейдерам и маркет-мейкерам, торгующим данной акцией. Чтобы разобраться в дневных изменениях цен, нужно найти маркет-мейкера (или маркет-мейкеров), которые выполняют большие заказы на покупку. Резкие движения цен (на доллар или больше), особенно когда ясно, кто покупает, являются признаком того, что приказ почти выполнен. Легче всего разобраться в поведении Fidelity — они открыто скупают бумаги, сложнее с Janus — они осторожно покупают через несколько различных фирм.

Нужно понимать, что трейдеры, специалисты и появившиеся сравнительно недавно ECN [Electronic Communications Networks —

---

\* Гарри Гудини — выдающийся американский иллюзионист-эскапист начала XX века. Мастер необъяснимых трюков. Например, его заковывали в кандалы и запирали в сундук, который топили, а через пару минут он всплывал на поверхность без кандалов. — *Прим. пер.*

электронные коммуникационные сети\*] могут придерживаться самой разной торговой тактики. Отличный пример — компания Goldman Sachs (GSCO). Они могут появляться не только под идентификатором GSCO (уровень 2), но и под идентификатором SILK, принадлежащим компании Spear Leeds, которой они владеют. Кроме того, они могут торговать в системах REDI, INCA или ISLD, чтобы ввести в заблуждение дэй-трейдеров. У нас есть компьютер, который показывает нам, кто продал или купил в сети ISLD. Поэтому, если я предложу 100 акций по 50, и Goldman Sachs купит их, я узнаю об этом. Вероятно, они уже почти выполнили свой заказ. Они «показали свои карты», если уж предлагают высокую цену.

Информация о том, кто торгует данными акциями, является ключевой для эффективного использования списка всех сделок за день (time and sales) и объема предложений продать и купить (bid ask size). Большие объемы заявок на покупку или продажу, как и спрэд — разница между ценами продажи и покупки, — используются для того, чтобы ввести трейдеров в заблуждение относительно силы или слабости тех или иных акций. Гораздо труднее ориентироваться в событиях на NYSE (Нью-Йоркской фондовой бирже), потому что там невозможно отслеживать действия маркет-мейкеров. Обычно они стоят в зале биржи перед специалистами. Таким образом, следует наблюдать за действиями специалиста. Если он не применяет свои обычные трюки, то, значит, выполняет крупный биржевой приказ и у него нет времени. Вот это как раз и есть тот момент, когда вы тоже можете хорошо заработать.

Несмотря на все доказательства, что результаты технического анализа случайны или соответствуют «гипотезе об эффективности рынка», разнообразные методики технического анализа продолжают привлекать даже хорошо образованных людей. Мы воочию убедились в реальности этого феномена, когда Ламберг, уже упоминавшийся нами любитель



Монти Пайтона, устроил мистификацию, пародируя индикатор Мартина Принга Know Sure Thing (KST)\*\* в одном из своих обзоров, разоблачающих иллюзии технического анализа. Вот что он написал:

\* Электронные коммуникационные сети (ECNs) являются частными торговыми сетями. На сегодняшний день функционируют следующие ECNs: NCA (Instinet); ISLD (Island); BTRD (Bloomberg); TNTO (Terra Nova); Archipelago (ARCA); ATTN (Attain); BRUT (Brass Utility); REDI (Spear, Leeds and Kellogg); STRK (Strike Technologies LLC); NTRD (NexTrade, operated by PIM Global Equities). — *Прим. пер.*

\*\* То, что знаешь наверняка. — *Прим. пер.*

Я потратил 10 лет, разрабатывая технический индикатор, который позволяет мне предсказать будущие движения акций со сверхъестественной точностью. Мой индикатор, известный как *Guaranteed Known Thing (GKT)\**, основан на ряде закономерностей, проявляющихся в природе. Он помог мне сделать состояние. GKT построен на основе работы двух знаменитых математиков: Иоганна Генриха Ламберта (1728–1777) и Леонардо Фибоначчи (1170 – 1259).

Ламберт знаменит среди физиков как автор теории измерения света, а его «Космологические письма» известны каждому астроному. В этих письмах Ламберт попытался объяснить устройство Вселенной. Во время работы над этой теорией он узнал о цветовом треугольнике, разработанном Тобиасом Майером в Геттингене в 1758 году для того, чтобы можно было систематически воспроизводить и анализировать все существующие цвета. На основе этих исследований Майера Ламберт создал пирамиду, построенную из треугольников. У треугольников были разноцветные углы — ярко-желтый, киноварь и азурит. Два цвета, расположенные в углах, в разных сочетаниях дают семь оттенков для каждой стороны треугольника. Все три базовых цвета определяют цвет соответствующей им плоскости. В нижнем треугольнике 45 оттенков, а оттенки треугольников, расположенных выше, — ярче, и их, соответственно, 28, 15, 10, 6 и 3. Верхушка пирамиды — белая, а всего на пирамиде 108 оттенков.

Как это помогло мне сделать состояние? Я анализирую поведение всей совокупности акций по скользящим средним за 45 и 108 дней, потом рассматриваю «золотые сечения» по последовательностям скользящих средних за 28, 15, 10, 6 и 3 дня. Акции, которые удовлетворяют всем этим жестким условиям, затем проверяются по пересечениям с «Веером» и «Арками» Фибоначчи.

Этот анализ настолько мощный, что мне удалось точно спрогнозировать начало движения, высшую и низшую точку акций интернет-компаний. Но я не жадный, поэтому я решил поделиться информацией о перспективных акциях, которые мне помог определить индекс GKT, по моей новой «горячей» телефонной линии, которую я назвал *King's Ransom\*\**. Вы можете стать моим первым подписчиком.

Джон использовал подлинные имена математиков, и это сделало его несуществующий GKT настолько правдоподобным, что один из наших редакторов, очень умный финансовый журналист, поверил в него. Когда после того, как эта информация была опубликована в нашем обзоре, мы с невин-

\* То, что знаешь с гарантией. — Прим. пер.

\*\* Королевский выкуп. — Прим. пер.

ным видом спросили коллег, что они думают о блестящей выдумке Ламберга, нас чуть-чуть вновь не уволили.

## Пропагандистские аспекты технического анализа

Моментум-индикаторы, экстраполяции трендов, опора на субъективные интерпретации, которые дают «наиболее одаренные» эксперты, — где еще мы встречали такое некритическое следование авторитетам и увлечение блистательными неопределенностями? В главе 2 мы исследовали пропагандистские и рекламные приемы, чтобы объяснить устойчивость неверных представлений о прибыли компаний и росте фондового рынка. Эти же приемы применяются и для того, чтобы убедить публику покупать компьютерные программы для технического анализа и книги, платить за участие в семинарах на эту тему. В самом деле, все семь основных приемов пропаганды, перечисленные в классической книге *The Fine Art of Propaganda* (Тонкое искусство пропаганды) издания 1939 года, нашли применение в сфере технического анализа.



**Навешивание ярлыков.** Тех, кто не восторгается техническим анализом, порочат и высмеивают. Вик сам оказался в этой шкуре в 2001 году после того, как дал интервью журналу *Technical Analysis of Stocks and Commodities*\*. Ведущий веб-сайт, посвященный техническому анализу, — The Turtle Trader — поместил диаграмму, показывавшую огромные потери, которые Вик понес в 1997 году (играя на коротких продажах против тренда), с подписью: «Вот парень, который проторговался и потерял все до нитки, и он еще пытается критиковать стратегию следования тренду!».

\* John Sweeny. *Music of the Markets: Victor J. Niederhoffer//Technical Analysis of Stocks and Commodities*, April, 2000.



**Ссылка на авторитеты.** На том же веб-сайте писали: «Чтобы принять хотя бы что-то из того, что говорит Нидерхоффер, нужно игнорировать советы Била Дана, Джерри Паркера, Ричарда Дениса, Джона У. Генри и многих других уважаемых экспертов, мнения которых опубликованы на нашем сайте». Будет справедливым заметить, что Ричард Денис, основатель клуба Turtles и этого веб-сайта, был вынужден закрыть свои фонды, потерявшие большую часть средств и находившиеся в стадии ликвидации.

**Блистательная неопределенность.** Потребность в техническом анализе преподносится в таких общих формулировках, что буквально не за что уцепиться. Высказывание пионера технического анализа Чарльза Доу, автора одноименной теории Доу и промышленного индекса Доу-Джонса, — это яркий пример такого приема: «Рынок превращает в безжизненную формальность все знания о финансах, внутренних и международных... Движения цен, таким образом, — это единственное, что нужно знать, на что нужно надеяться, во что нужно верить и что нужно предвидеть. Следовательно, нет нужды добавлять к знаниям о движении цен что-то еще». Да уж, если технический анализ опирается на бессмысленные и непроверяемые утверждения, подобные приведенному выше, инопланетянину, возможно наблюдающему за нашей цивилизацией, будет совершенно невозможно отличить уровень знаний в сфере технического анализа, достигнутый в начале XXI столетия, от того, что было известно уже в начале XX века.

Вряд ли вызовет удивление, что это высказывание Доу приводится на самом видном месте на сайте, пожалуй, самого уважаемого технического аналитика в мире. Система анализа финансовых потоков этого эксперта пользовалась исключительным вниманием агентства финансовых новостей, в котором Лорел работала редактором. Его

руководство распорядилось давать ежедневные обзоры данных этой системы. Однако в 1999 году, по предложению Вика, Лорел попросила репортеров добыть реальные «неотредактированные» результаты этого технического аналитика. «Момент истины» наступил, когда исследователь, проводивший независимый анализ этих данных, позвонил и сказал, что они не подтвердили обоснованность и прогностическую силу системы, созданной и используемой этим «гуру». Исследователь также указал, что аналитик просто скупил прибыльные растущие акции во время нескольких предыдущих лет бычьего рынка, а потом повторил, что «результаты говорят сами за себя».

**Перенос.** За пределами финансового мира люди и группы людей часто используют религиозные или патриотические символы, такие как крест или флаг, чтобы придать себе «ореол добродетели». Технические аналитики также используют этот прием. Сам термин «технический анализ» создает «ауру научности». Возможно, из-за того, что интерпретации технических аналитиков так субъективны, в этой сфере есть и оттенок магии. Одна из самых известных книг по техническому анализу называется *The Market Wizards* (Волшебники рынка). Все финансовые веб-сайты, журналы, телевизионные программы хотят включить в свою «команду экспертов» технического аналитика, чтобы «соблюдался баланс мнений», и, таким образом, повышают авторитет технических аналитиков. Многие технические аналитики, упоминая имена Джорджа Сороса или Уоррена Баффетта, утверждают, что успехи этих «легенд» — результат стратегии следования тренду, которая очень близка к техническому анализу. Они не хотят признать, что на самом деле эти успехи пришли благодаря относительно длительным инвестициям в быстрорастущие американские компании во время бычьего рынка, капитал которых был получен в кредит и освобожден от уплаты налогов.

Один из лучших примеров использовании переноса мы нашли в книге *Trading Chaos: Applying Expert Techniques to Maximize Your Profits* (Хаос торгов: применение экспертных методик для максимизации ваших прибылей)\*. Автор этой книги Билл Уильямс, когда обсуждает свой Market Facilitation Index, ссылается на Эйнштейна: «Сравните это с формулой Эйнштейна  $E = mc^2$ . Мы можем ее решить для константы  $c^2$  следующим образом:  $c^2 = E/m = \text{диапазон/оборот}$ ».

**Подтасовка.** В сфере технического анализа примеры берутся из прошлого (ретроспективно), и очень избирательно. Рынок достаточно богат, чтобы дать примеры как подтверждающие, так и опровергающие любую «закономерность» на графике.

**Фургон с оркестром.** Один из самых известных веб-сайтов, где продаются руководства по техническому анализу (всего за 999 долл.!), перечисляются трейдеры, которые, предположительно, используют методы, приведенные в руководстве.

**Игра в простонародность.** «Привет, меня зовут Джо (Джейн), и я самый обычный человек, но я разбогател (разбогатела), научившись соединять точки и чертить линию тренда. Вы тоже можете заработать на рынке большие деньги».

Некоторые характерные признаки псевдонауки можно обнаружить и здесь. Вот список этих признаков, составленный Робертом Л. Парком, профессором физики университета штата Мэриленд, из его книги *Voodoo Science: From Foolishness to Fraud* (Наука в стиле вуду: от глупости к мошенничеству):

1. Утверждается, что могущественные представители «истеблишмента» замалчивают открытие и не дают публике о нем узнать.

---

\* Bill Williams. *Trading Chaos: Applying Expert Techniques to Maximize Your Profits*. — New York: Wiley, 1995.



2. Эффект, который составляет суть открытия, всегда находится на пределе разрешения измерительной аппаратуры.
3. Открытие подтверждается только отдельными примерами.
4. Утверждается, что отстаиваемое мнение достоверно, поскольку высказывается уже несколько столетий.
5. Важное открытие совершается одиночкой.
6. Этот невероятный результат объясняется новыми неизвестными законами природы\*.

Инвесторы, которые поддаются пропаганде и принимают псевдонаучные теории, не требуют корректных научных доказательств. В самом деле, каждый раз, когда мы пытались в наших обзорах представить результаты наших исследований о том, действительно ли стоит следовать тренду, мы сталкивались с сарказмом и злостью. Это просто неизбежная реакция приверженцев культа на информацию, которая угрожает опровергнуть то, во что они верят. Мы постоянно публикуем самые яркие письма рассерженных читателей в наших обзорах, потому что это хороший и полезный пример нежелания задавать вопросы об обоснованности распространенных мнений. Вот пара примеров:

Я считаю это ужасным. Вы отговариваете людей пользоваться системой, которая могла бы им помочь сохранить или сделать деньги, просто потому, что вы не умеете ею пользоваться (и, наверное, слишком ленивы, чтобы сделать усилие и разобраться в том, как ее использовать).

Я рад, что есть близорукие и необразованные люди, подобные вам, которые пишут такую чушь. Продолжайте в том же духе... это помогает мне легче делать деньги за счет всех этих «фундаменталистов», которые не способны заработать и десять центов на рынке. Не трудитесь отвечать.

Вот почему вы разорились, ваше место в тюрьме.

По крайней мере, благодаря своему скепсису мы попали по отношению к «осцилляторам» и «трендам» рынка в весьма уважаемую компанию. Амос Тверски, первооткрыватель исследо-

\* Robert L. Park. Voodoo Science: From Foolishness to Fraud. — London: Oxford University Press, 2000.

ваний когнитивных (относящихся к процессам познания) ошибок в психологии, часто сотрудничал с профессором Гиловичем из Корнуэлла, который показал, что так называемые «горячие серии» (когда, например, баскетболист очень удачно попадает по кольцу) — не более чем миф. Тверски сказал, что его коллега благодаря своим исследованиям потерял больше друзей, чем пальцев на руках.

Нас утешает то, что время от времени мы получаем и такие письма:

Я пользовался вашими альтернативными методами и недавно создал хедж-фонд, чтобы их использовать. Достаточно сказать, что результаты, которых мне удалось достичь, и антитрендовые системы, которые вы для меня открыли, очень нравятся и мне, и моей семье, и моим инвесторам.

Мы не одиноки, когда делаем вывод, что достоинства, приписываемые техническому анализу, — просто химера. Те, кто изучал эту проблему объективно, практически единодушно заключают, что многие распространенные методики прогноза при помощи технического анализа не слишком полезны. Вот что сказал Цви Боди в своем классическом учебнике *Essentials of Investments* (Основы инвестиций): «Учитывая то, что мы представили, должно быть совершенно ясно: большая часть методик технического анализа основана на предположениях, которые не имеют ничего общего с гипотезой об эффективности рынка»\*. Рынки нельзя назвать стопроцентно эффективными, однако они близки к этому, поэтому любой метод, который основан на использовании сбоев эффективности рынка (как технический анализ), должен быть надежно обоснованным.

## Почему мифы так устойчивы?

Кроме психологических ошибок и пропаганды есть еще одна очевидная причина устойчивости представлений об эффектив-

---

\* Zvi Bodie. *Essentials of Investments*. — New York: McGraw-Hill College Division, 2001.

ности приемов технического анализа: технический анализ разросся и создал вокруг себя целую индустрию. Если бы сами основы технического анализа объективно проверялись, то что произошло бы со всем семинарами, обучающими программами, выставками-продажами, компьютерными программами, аналитиками, компьютерным оборудованием, клубами, новыми программами, системами сервиса и поддержки и персоналом, который обслуживает системы отслеживания трендов, не говоря уже о тех, кто занят маркетингом и оценкой таких систем? Практиков технического анализа не интересуют новые теории, которые угрожают их спокойной жизни, даже если они понимают, что теория, которую они используют, противоречит фактам.

Стоит вспомнить об успехах Дельфийского оракула, процветавшего несколько столетий. Жрецы из этого святилища, без сомнений, использовали широкую сеть шпионов, которые собирали сведения о строительстве флота, военных приготовлениях и потенциале новых колоний, но, безусловно, самой важной причиной успеха жрецов было то, что они всегда давали достаточно неопределенные и расплывчатые предсказания, чтобы люди возвращались к ним снова.

## **Технический метод, который можно тестировать**



Нам могут задать вопрос: «А чем-нибудь еще кроме критики вы занимаетесь? Есть ли хотя бы один индикатор, на который можно надеяться?» Вот что можно на это ответить. Если график обладает реальной прогностической ценностью, то она должна проявляться в количественных данных, на основе которых график построен. Прогресс науки всегда основывался на использовании количественных методов, а не на субъективных визуальных интерпретациях и специально подобранных примерах. Мы полагаем, что цены могут быть основанием для прогноза, и предпочитаем работать непосредственно с ежедневными ценами открытия и зак-

рытия, минимальными и максимальными ценами, на основе которых построены графики.

Наш подход основан на методике тестирования таких данных, предложенной нашим другом Адамом Робинсоном, одним из основателей журнала *The Princeton Review*. Чтобы пользоваться ею, нужно рассуждать примерно так же, как люди, составляющие вопросы тестов для студентов, которые используют на приемных экзаменах в университеты. Такие тесты всегда начинаются с легких вопросов, ответы на которые очевидны, а потом настает время трудных вопросов, очевидные ответы на которые на самом деле ошибочны.

Чтобы верно отвечать на эти трудные вопросы, очевидные ответы выбирать нельзя. Аналогично, чтобы делать деньги, торгуя акциями, нужно делать прямо противоположное тому, что кажется очевидным и недавно приносило прибыли. Например, если вы решили продавать во время повышений цен после спадов, это может приносить прибыли три дня подряд, но на четвертый — не работает. Или наоборот: если система, которую вы тестируете, сегодня не работала, то она вполне может работать завтра.

Делать деньги на фондовом рынке не проще, чем добиваться высокого результата в тестах для абитуриентов SAT или GMAT. Но рынок вместо того, чтобы задавать вам трудные вопросы в самом конце, делает это совершенно неожиданно, когда вы этого не ждете, в надежде, что вы дадите неверный ответ, и тогда ваш брокер заработает себе новый Porsche, получит щедрый бонус, а его боссы обставят офис новой роскошной мебелью.

В длительной перспективе рынок очень любит делать приятные сюрпризы и подниматься процентов на 10, как раз в тот момент, когда ситуация представляется абсолютно мрачной. А когда все уже позади, этот подъем кажется таким очевидным.

Каждый день рынок любит задавать вопросы, заставляющие выглядеть недотепами людей, которые полагаются на визуальные интерпретации графиков. Обратите, например, вни-

мание на то, что в течение шестилетнего периода до 31 декабря 2000 года фьючерсы компаний S&P 500 возрастали на 20 или более пунктов (или на 2% стоимости) 80 раз. Мы используем во всех наших расчетах цены на фьючерсы, потому что это цены, по которым вы можете реально покупать или продавать, на чем можете зарабатывать или терять деньги, в то время как индексы изменяются слишком медленно и не успевают за реальной динамикой цен.

После больших подъемов рынка мудрые трейдеры готовятся к спадам, потому что такая тенденция у рынка есть. И вот что рынок любит проделывать в этих случаях: в первый раз он, действительно, дает им получить прибыли, зато в следующий раз, в короткой позиции, рынок их наказывает.

Методика *Princeton Review*, которую мы используем в своих операциях, основана на количественных оценках и ответах на примерно 1700 вопросов, которые задает рынок. Перед тем как заключить сделку, мы предпочитаем проверить точность наших ответов на те из 1700 вопросов, которые рынок задает именно сегодня, и убедиться, что мы можем получить прибыль. Мы принимаем в расчет степень неопределенности результатов в каждом случае и сравниваем сегодняшнюю ситуацию с идеальной, чтобы определить, когда именно отдать биржевой приказ на покупку или продажу.

В этом подходе используются только стандартные технические данные, таким образом, мы сумели «поглотить» Гидру.

Без сомнения, многие другие практики технического анализа используют сходные методы. Мы надеемся, что и остальные аналитики модифицируют свои визуальные неколичественные методики, которые сейчас используют, чтобы привести их в соответствие с научными стандартами.

## Тестирование индикатора VIX

Теперь, после того, как мы описали свой подход к техническому анализу в соответствии с научными методами, которые по-



казали такую высокую эффективность в других сферах, давайте применим его к нашему любимому индикатору — индексу Chicago Board Options Exchange's Volatility Index (индекс волатильности Чикагской опционной биржи). Его обычно называют VIX.

Люди забывают о том, что рынок может двинуться вверх после того, как он некоторое время падал, и упускают из вида, что он может упасть после длительного подъема. Эти качели оптимизма-пессимизма — одна из наиболее стабильных особенностей рынка. Индикаторы таких настроений — это бычьи ожидания и степень риска в торговле опционами, процент экспертов, дающих бычьи рекомендации, процент поднимающихся акций и процент наличности, которая резервируется взаимными фондами. Все они колеблются, как маятник. Важный вопрос, могут ли эти изменения настроений быть использованы для прогноза будущей динамики рынка.

Как знает каждый, самая крошечная тьма — перед зарей. Переменной, которая бы точно указала, когда наступает «крошечная тьма», нет, но сигналы, подающиеся об этом VIX, — лучшее, что нам удалось обнаружить. VIX показывает ожидаемый уровень волатильности рынка.

Нормальное значение VIX — примерно 25. Хорошая рабочая гипотеза такова: когда волатильность высока — выше 30% и около того — инвесторы напуганы, и в это время желательно покупать. Когда волатильность низка — ниже 25%, — инвесторы спокойны и самодовольны, и это хорошее время, чтобы продавать. «... Чем ласковей фортуна к людям, тем больше бедствий взор ее сулит», — писал Уильям Шекспир в своей пьесе «Король Джон» (акт 3, сцена 4).

VIX рассчитывается как ожидаемая волатильность наступающего месяца. На практике, однако, ожидаемая волатильность для периодов до года почти стопроцентно коррелирует с изменениями месячного индекса VIX.

Мы проверяли гипотезу относительно прогностических возможностей VIX, рассчитывая прибыль от покупки фью-

Рисунок 3.5. Система VIX

Система VIX					
Дата	VIX	Покупка S&P 500	Продажа S&P500	Изменение	Длительность сделки (дни)
27 октября 1997	39,96	876,99			
1 декабря 1997	24,88		974,77	11,10%	35
24 декабря 1997	30,47	932,7			
30 декабря 1997	24,93		970,84	4,10%	6
9 января 1998	34,46	927,69			
14 января 1998	24,21		927,94	0,00%	5
4 августа 1998	33,1	1072,12			
5 ноября 1998	24,8		1133,85	5,80%	93
14 декабря 1998	32,47	1141,20			
18 декабря 1998	24,66		1188,03	4,10%	4
13 января 1999	31,26	1188,03			
8 марта 1999	24,98		1282,73	3,90%	54
23 сентября 1999	30,28	1280,41			
6 октября 1999	23,53		1325,40	3,50%	13
15 октября 1999	31,48	1247,41			
21 октября 1999	24,77		1283,61	2,90%	6
5 апреля 2000	30,59	1487,37			
1 июня 2000	24,74		1448,81	-2,60%	57
11 октября 2000	30,95	1364,59			
23 января 2001	23,86		1360,00	-030%	104
28 февраля 2001	31	1239			
18 мая 2001	24,26		1291,96	4,30%	79
6 сентября 2001	32,48	1103,50			
23 ноября 2001	24,78		1153,00	4,50%	78
20 июля 2002	32,5	1007,10	N/A*	N/A*	N/A*

\* На момент написания VIX был выше 25.

#### Результаты системы VIX

10 выигрышей из 12 сделок

Средний результат на сделку		3,40%
Стандартное отклонение		3,40%
Средняя длительность сделки (дни)		44,5

черсов S&P 500, когда VIX первый раз превысит 30%, и их продажи, когда VIX первый раз опустится ниже 25%. Сходные результаты можно получить, покупая бумаги взаимных фондов (индексных фондов), приводящих свою доходность в соответствие с фондовыми индексами, например фонда Vanguard 500 Trust, или акции SPDRs Trust\*.

Таблица, приведенная на рис. 3.5, показывает, что, используя систему VIX 25–30 для перехода от покупки к продаже, можно было получить среднюю прибыль в 3,4% от 12 сделок в период с октября 1997 года и лишь в двух случаях понести небольшие убытки.

Дэвид Саймон и Рой А. Виггинс независимо от нас пришли к сходным выводам в своем соответствующем самым жестким научным нормам исследовании *S&P Futures Returns and Contrary Sentiment Indicators* (Доходности фьючерсов на S&P и индикаторы противоположного мнения)\*\*.

Профессора проанализировали влияние на фьючерсы S&P 500 изменения индекса VIX на 1%. Они пришли к выводу, что увеличение VIX на 1% выше нормы вызывает рост S&P на 0,1% в следующие десять дней. Таким образом, если принять за норму значение VIX в 25, если этот индекс возрастает до 35, т. е. на 10% выше нормы, то следует ожидать, что индекс S&P поднимется на 1% за следующие 10 дней. Напротив, если VIX снижается до 15%, то можно ожидать, что S&P упадет на 1% по сравнению со своим нормальным уровнем.

Саймон и Виггинс также показали, что происходит, когда VIX находится на высоком или низком уровне. Что самое впечатляющее, это так называемый «тест за пределами выборки».

---

\* SPDR (произносится spiders (спайдерс) — в переводе «пауки») — один из видов «индексных акций», которые позволяют инвестировать не в отдельные компании, а в один из секторов рынка (например, технологический, финансовый, производство потребительских товаров и т.п.) и, таким образом, диверсифицировать свой портфель. Индексные акции становятся все более популярными. — *Прим. пер.*

\*\* David Simon and Roy A. Wiggins. *S&P Futures Returns and Contrary Sentiment Indicators*//Journal of Futures Markets, May 2001.

Они продемонстрировали, что на основе той информации, которая доступна аналитикам в начале года, можно сделать полезный и обоснованный прогноз на этот год. Например, на основе информации о значениях VIX они сделали 39 прогнозов, что фьючерсы S&P поднимутся в ближайшие десять дней. В реальности этот прогноз оказался правильным в 22 случаях, и средняя величина роста оказалась в точности такой, как предполагалось: 1%. Сходные результаты были получены и для прогнозов, которые предсказывали, что рынок поднимется на 3%.

Профессора Саймон и Виггинс не относятся к той категории академических ученых, которые запутывают результаты своих исследований при помощи зубодробительной математики и статистики так, что их может понять только горстка обладателей докторской степени. Возможно, причина в том, что жизненный путь Саймона, который преподает в колледже Бентли в Уолтэме, штат Массачусетс, не типичен для профессора. Он работал в хедж-фонде до того, как вступил на академическую стезю, тогда как чаще бывает наоборот. Этот профессор и сейчас не чурается участвовать в торгах и достаточно активно продает и покупает определенные опционы. Более того, второй участник дуэта, Виггинс, использует дюжину мониторов для различных систем электронных торгов и получает в режиме реального времени информацию из всех основных баз данных, поэтому большинство трейдеров-практиков могут только ему позавидовать. Его студенты пользуются этими возможностями, чтобы отвечать во время занятий на абсолютно реалистичные вопросы о стратегии торгов.

Мы полагаем, что такой индикатор, как VIX, может быть обоснованным, потому что ожидаемые волатильности связаны с прибылями, которые хотят получить инвесторы. Когда тревога и неопределенность на рынке велики, как показывает VIX, инвесторы, вполне естественно, требуют более высоких прибылей, чтобы компенсировать более высокий риск. Другими словами, они будут покупать только по достаточно низким ценам.

Эта связь между риском и ожидаемыми прибылями является центральной для современной теории финансов. Чем ниже ожидаемый риск, тем более низкие прибыли удовлетворят инвесторов, а чем выше риск — тем выше требуемые инвесторами прибыли. Весь анализ инвестиционных портфелей построен на этом, все нобелевские лауреаты в этой сфере, все студенты бизнес-школ, все аналитики изучают, понимают и принимают эту зависимость. Корпорации используют ее, чтобы определить, какие инвестиции приемлемы, законодатели — чтобы определить, какие прибыли допустимы для компаний, деятельность которых регулируется государством. Андеррайтеры используют ее, чтобы определить цены первичного размещения ценных бумаг.

Поэтому ни для кого не должно быть сюрпризом, что если воспринимаемый риск на рынке высок, то и будущие прибыли могут быть действительно высокими. Это именно то, что показывает высокий уровень VIX: более высокая, чем в норме, ожидаемая волатильность для акций в последующие месяцы. Точно так же неудивительно, что если уровень VIX низок, т. е. ожидаемый в будущем риск на рынке невысок, прибыли будут также невысоки.

Уровень прибыли в 3,4% от сделки может показаться скромным, но имейте в виду, что такой процент прибыли сейчас получают на финансовом рынке за весь год.

## **Вывод**

Мы не питаем иллюзий и не надеемся, что наши предложения по изменению принципов технического анализа и приведению его в соответствие с научным методом убедят многих технических аналитиков изменить привычный способ действий. Мы также не думаем, что наш пример, демонстрирующий теоретическую и практическую полезность нашего любимого индикатора VIX, вызовет прилив энтузиазма в мире технического анализа. Это нормально. Это не только делает игру более интересной, но

и дает нам больше времени для использования нашего подхода и любимого индикатора, пока они не станут бесполезными.

Нет сомнений, что некоторые технические индикаторы, интерпретация которых запутана и неясна, все же работают какой-то период времени. Это, на самом деле, просто неизбежно, но в целом технический анализ нельзя назвать плодотворным и эффективным. Как только его энтузиасты готовы доверить существенные суммы денег системе, которая в прошлом работала лучше других, она перестает работать.



Хороший косвенный индикатор непрерывной цикличности технического анализа можно обнаружить в маркетинге технических систем торгов. Такие системы и методы обычно рекламируются и продаются как подлинные и качественные инструменты, которыми пользовались величайшие технические трейдеры всех времен и народов. Обычно такую систему сначала предлагают только нескольким специально отобранным богатым инвесторам за десятки тысяч долларов. Затем ее начинают предлагать тем, кто достаточно богат, чтобы тратить свое время и деньги на семинар, во время которого автор или его последователь разъясняет метод. На завершающей стадии жизненного цикла система рекламируется на последней странице журнала по проблемам технического анализа по цене от 2 до 200 долл. Только в Америке есть фирмы, которые специализируются на оптовой торговле «потерявшими пар» торговыми системами.

Все это подтверждает еще одно правило, включенное в солидный сборник *Investing Rules* (Правила инвестиций):

- Смотрите, как поступают сторонники следования за трендом, и поступайте наоборот.

Вы догадались, что это последнее правило добавили мы?

## Эпилог: Ода Гидре TRINa

Доктор Бретт Стинбаргер, эксперт по поведению финансистов, которого мы представили во второй главе, был горячим

приверженцем многих приемов технического анализа перед тем, как встретился с нами. Совместные эксперименты и журналистский опыт, который он и Вик приобрели, сотрудничая друг с другом, сделали его скорее скептиком относительно технического анализа. Вот как он увековечил процесс своего «обращения в новую веру» и свои новые представления о биржевой игре, используя материал, представленный в этой главе:

### О героях и гидрах

Подходите поближе, вы, спекулянты, и я расскажу вам о героях и гидрах, и о самой злобной из всех гидр — Гидре TRINa. Говорят, что у нее было девять ядовитых голов, а средняя голова — бессмертная. Одного укуса любой головы было достаточно, чтобы погубить героя.

Я был молодым парнем, мой энтузиазм бил ключом, когда я отправился на битву, чтобы победить чудовищ. Я разработал много стратегий, чтобы справиться с Цербером, Медузой и, конечно, Гидрой TRINa. Мои стратегии, безусловно, были хитроумными, и я был уверен в победе.

Но по дороге я встретил учителя, который заставил меня сомневаться. Это был мудрый, но странный человек, который удивительно говорил о музыке и играх, требующих мастерства. Он предупредил меня, что мои изощренные стратегические планы будут бесполезными против злобных монстров. «Всегда выбирай прямой путь, — посоветовал он. — Окольные пути — это дорога к гибели».

Я не поверил. «Разве не написано, — спросил я, — что к Медузе нельзя подходить прямо, потому что она обращает героя в камень?»

«Да, — улыбнулся учитель, — это так. Но разве Тезей все равно не выбрал прямой путь? Он не мог напасть на другое чудовище, раз его целью было победить Медузу. Он направился прямо к ее логову и встретился с ней без всяких посредников».

Я понял слова учителя и поклялся сойтись в бою с самой Гидрой TRINa.

Вид ее был страшен, он внушал ужас. Ее головы раскачивались, шеи извивались, пасти разбрызгивали яд вокруг. Я оказался в безжизненной пустыне. Около ее логова я увидел скелеты героев, отважившихся на битву с ней до меня и не справившихся с этой задачей. Я молился, чтобы рок не сулил мне такой же ужасный конец.

С железной решимостью я приблизился к Гидре TRINa, замахнулся своей могучей палицей и нанес ей сокрушительный удар. Он был таким страшным, что одна из голов — 5-дневный TRIN — слетела с плеч. Но еще до того, как я успел порадоваться, другая голова появилась на ее месте — 55-дневный TRIN. В ярости я нанес еще один удар. И эта голова скатилась с плеч только для того, чтобы на ее месте появилась еще одна — открытый TRIN.

В это время другие головы подбирались все ближе и ближе, щелкающая челюстями и разбрызгивая яд. И я понял: нужно действовать быстро, иначе меня ожидает мучительная смерть.

Я широко замахнулся и снес своей палицей сразу две головы, но, увы — на их месте появились две новые: TRIN Элиадиса и новый TRIN Бретца.

Ядовитые головы раскачивались все ближе и уже касались моих одежд. В этот момент я понял, что пришла моя смерть.

Изнывая в мучениях, я воззвал к духу моего учителя. Удивительно, но я услышал его слова так ясно, будто он стоял совсем рядом со мной. «Выбери прямой путь, — сказал он. — В простоте есть сила».

«Но как победить Гидру TRINa?» — воскликнул я в отчаянии.

«Помни, мой ученик, — услышал я снова. — Объем — это проявление волатильности. TRIN измеряет волатильность как следствие подъема и спада цен. В этом соотношении нет ничего необъяснимого, если непосредственно исследовать изменения цен и волатильность».

После этого сверкающий факел появился в моих руках. Вернулась уверенность и укрепилась моя решимость. Факел помог мне справиться со всеми восемью головами: сбив голову, я прижигал шею Гидры до того, как успевала отрасти новая. И вот, добравшись до центральной головы, я снес ее до основания своим мечом и похоронил навсегда, чтобы она больше уже никогда не смогла угрожать героям.

Я уже стар, и за плечами у меня много битв. Но я никогда не забуду урока, который мне дал в тот день мой учитель. Я говорю вам сейчас, доблестные спекулянты и герои: прислушайтесь к словам моего учителя, во мгле всегда выбирайте прямой и освещенный путь. Факел мудрости сильнее, чем палица воина.

В конце концов битва с Гидрой рынка показала, что она — миф. Мы надеемся, что эта глава поможет осветить мрачные закоулки нашего разума, где еще живет Гидра. Более того, мы рассчитываем, что наш подход позволит читателям подумать об этом и сформировать представления о динамике рынка, которые будут ближе к науке, чем к предрассудкам. Есть бесконечная поэтичность и красота в движении рынка, и сказочное богатство ждет тех, кто сумеет предсказать, куда он двинется в будущем.



## Глава 4

# Культ медведя

*Все это плохо кончится, в этом нет ни малейшего сомнения. Весь вопрос в том когда. Пожалуй, все-таки не завтра, но ненамного позже.*

Алан Абельсон. Вверх и вниз по Уолл-стрит\*  
(Доу на отметке 3492)

**Е**сли теплым летним днем мы повстречаем человека в толстой шерстяной куртке, лыжной шапочке, га-лошах и перчатках, то решим, что видим того, кто стал жертвой неверных представлений. Он, наверное, ожидал, что на улице будет холодно и сыро, и ошибся. Если бы мы были профессиональными психологами, то могли бы приписать его поведение дисфункциональному разрыву между представлениями и реальностью. У маленьких детей часто случается

---

\* Alan Abelson. Up and Down Wall Street//Barron's, May 24, 1993.

такое. К 10–11 годам ложные представления обычно уходят в прошлое, и у всех детей, кроме тех, кто страдает аутизмом, поведение обычно соответствует реальной ситуации.

Удивительно видеть взрослого человека, который находится в плену заблуждений в течение всей своей карьеры, не обращает внимание на реальность и не хочет меняться, но, тем не менее, занимает престижную позицию в одном из самых уважаемых в мире финансовых изданий — журнале финансовых новостей, который, если верить его рекламным материалам, читают сотни тысяч самых богатых и влиятельных людей в мире, людей, принимающих ответственные решения.

Человек, о котором идет речь, — это Алан Абельсон, который последние 36 лет был автором еженедельной обзорной колонки «Вверх и вниз по Уолл-стрит» журнала *Barron's*. Отсутствие всякой почтительности по отношению к самым влиятельным политикам и финансистам, владение словом и каламбуры принесли Абельсону славу самого остроумного журналиста из тех, кто пишет об Уолл-стрит. Никто — будь то председатель Федеральной резервной системы или президент США, республиканец или демократ — не застрахован от его сардонического пера. В первый год его работы тираж журнала удвоился и продолжал расти. Сегодня у *Barron's* 300 000 платных подписчиков, причем средний семейный доход читателей этого журнала — 1,2 млн долл.

С самого начала Абельсон выполнял в журнале сразу две роли: и обозревателя, и редактора, что делало его гораздо более влиятельным, чем обычные журналисты. В 1998 году он получил «Награду за достижения в карьере» от Loebe Foundation — вероятно, самую престижную в финансовой журналистике. Хотя сейчас он уже ушел с поста редактора, его обычный гонорар за лекцию — 10 000 долл.

## **Скептицизм, наука и самоуважение: исследование казуса ценой в триллионы долларов**

Хотя Абельсон — умный и талантливый журналист, по всем объективным стандартам он — один из худших в истории прогнозистов в финансовой сфере. Его ожидания относительно динамики рынка за все время работы обозревателем *Baron's* были скептическими, если не абсолютно «медвежьими». Однако именно в это время промышленный индекс Доу–Джонса и индекс S&P 500 увеличились примерно на 3600%, и, если учесть реинвестированные дивиденды, это самый значительный прирост капитала за историю человечества. В пятницу 21 января 1966 года, в тот день, когда была напечатана первая колонка-обозрение Абельсона, индекс Доу закрылся на уровне 988,14. Через тридцать четыре года, 14 января 2000 года, этот индекс достиг отметки в 11 722, 98.

Мы все знаем, что важнейшие условия для счастливой и успешной жизни — это понимание ограниченности своих знаний и готовность изменить свое мнение, если оно противоречит фактам. Если речь идет о рынке, это означает необходимость следить за новыми идеями, научными теориями, которые влияют на работу практиков, умение использовать проверенные и обоснованные результаты, полученные другими, и точное представление о том, что делает сам человек и под каким углом это нужно рассматривать. Необходимо также правильно оценивать степень надежности, обоснованности и достоверности своих собственных взглядов.

Но мы все знаем людей, которые не обращают внимания на логику и упорно цепляются за предвзятые мнения и ошибки, несмотря на неопровержимые доказательства своей неправоты. Стремление упорно придерживаться очевидно нелогичных мнений — предмет целого направления исследований в психологии. Значимым вкладом в эту тему стала теория когнитивного диссонанса Леона Фестингера. Он описал ряд приемов рации-

онализации, при помощи которых люди сохраняют свою оценку, когда факты противоречат их мнениям. Теория была результатом знаменитого исследования приверженцев «культы судного дня», о котором Фестингер рассказал в своей книге *When Prophecy Fails* (Когда пророчество не сбывается)\*.

Вместе с двумя коллегами Фестингер проник в небольшую секту, лидером которой была Мэриен Кич, женщина со Среднего Запада США, которая утверждала, что получает послания из космоса. Кич верила, что потоп должен разрушить Землю, но приземлятся летающие тарелки и перенесут ее вместе с единомышленниками на планету Кларион перед тем, как он начнется.

Последователи Кич оставили свою работу, отказались от своих денег, домов, собственности, а некоторые — даже от жен и мужей, чтобы ждать дня спасения. Однажды вечером Кич получила сообщение с планеты Кларион о том, что летающие тарелки приземлятся ровно в полночь с 20 на 21 декабря. Вечером 20 декабря все собрались в гостиной ее дома. Пробыло полночь, ее встретили в полном молчании, но пришельцы не появились. Прошло еще несколько часов, и наконец в 4:45 утра лицо Кич озарилось. Она сказала, будто услышала новое послание с планеты Кларион — о том, что мир был спасен благодаря искренней вере горстки избранных.

До этого эпизода группа избегала публичности и не пыталась завербовать новых последователей. Теперь они пригласили представителей прессы и стали раздавать листовки на улицах, рассказывая о том, как спасли мир благодаря своей нравственной чистоте, молитвам и твердой вере.

Если представления людей о чем-то и факты явно не соответствуют друг другу, логичная реакция — изменить представления. К несчастью, кто бы ни испытывал диссонанс — приверженцы культа, менеджеры корпорации или покупатели,

---

\* Leon Festinger, H.W. Riecken, and S. Schachter. *When Prophecy Fails*. — Minneapolis: University of Minnesota Press, 1956.

вмешивается самоуважение, и коррекция взглядов не всегда происходит. В случае с Мэриен Кич и ее последователями неразрешенный внутренний конфликт был таким сильным, что обычных рационализаций было недостаточно для ослабления диссонанса: чтобы нейтрализовать стыд от своего глупого поведения, приверженцы культа нуждались во внешнем признании.

Сегодня тайное включенное наблюдение, которое использовал Фестингер, считают недопустимым, и поэтому исследования когнитивного диссонанса, «группового мышления» и других иррациональных феноменов обычно проводят постфактум или при помощи лабораторных экспериментов, в которых участвуют студенты университетов. Так вот, замечательной особенностью обзоров рынка Абельсона является то, что они дают возможность провести в реальной ситуации исследование когнитивного диссонанса, ставка которого — триллионы долларов убытков и потеря влиятельными финансовыми корпорациями своей репутации.

К несчастью, как отмечал еще Фестингер, попытка добиться последовательности и непротиворечивости своих взглядов и самоуважения часто приводит к проблемам и неадекватному поведению. Если вы уже зашли далеко и многие люди последовали за вами, если вы понесли столько «безвозвратных издержек», как говорят экономисты, то очень трудно признать допущенные ошибки. Именно поэтому были созданы научные методы: пользуясь ими, люди — ученые, трейдеры, лидеры религиозных культов или ведущие финансовые обозреватели — могут скорректировать свои представления, используя обратную связь и проверяя свои гипотезы при помощи данных.



Если говорить коротко, научный метод использует эксперименты и наблюдения. Его суть — скептическое отношение к своим знаниям. У каждого ученого свой стиль применения научных методов, но все они согласятся, что каждый из них включает четыре основных элемента:


**Индукция.** Формулирование гипотезы — утверждения, которое можно подтвердить или опровергнуть.

**Дедукция.** Специфические прогнозы, основанные на гипотезах.

**Наблюдение.** Сбор данных.

**Верификация.** Проверка прогнозов при помощи эмпирических данных.

В 90-х годах, когда индексы Доу и S&P 500 выросли в пять, а индекс NASDAQ — в девять раз, Абельсон предсказал неизбежный крах рынка, аргументируя свою точку зрения следующим: слишком высокие цены акций; высокие соотношения цены/прибыли; недостаточный пессимизм; слабые бычьи ожидания; сильные бычьи тенденции; высокие ставки; инфляция из-за низких ставок; слабый доллар; чрезмерные налоги; низкая доходность акций; слабость Федеральной резервной системы; безумные налоги, которые ввел Клинтон; высокий процент акций, цена которых ниже 52-недельного максимума; капитализация рынка как процент национального дохода; растущее количество дипломированных финансовых аналитиков; избыток новых ценных бумаг; нехватка акций, которые могут удовлетворить потребности взаимных фондов; приход «мелких» инвесторов на рынок; слишком высокие жалования, которые платят няням в Гринвиче, штат Коннектикут; строительство крытого катка в Хэмптоне; сходство с ситуацией, которая предшествовала предыдущему краху рынка; проблемы за океаном; неизбежность рецессии; неизбежность выздоровления рынка; уменьшение национального долга; неспособность компаний поднять цены и, наконец, любимая причина Абельсона — эксцессы спекуляции.

 Очевидно, никакой коррекции мнений при помощи научных методов и близко не было. Нас не смущает тот факт, что, когда мы пишем это, на рынке спад и многие аргументы Абельсона начинают казаться уместными. К сожалению, после стольких лет ошибочных решений инвесторы, ко-

торые следовали его советам, потеряли или свое состояние, или желание играть на рынке.

## История критика

Во время интервью 25 июля 2001 года Абельсон сказал Лорел, что его подход к рынку — скептический. «Вот тот вклад, который я внес в финансовый журнализм, — сказал он. — В этой сфере нужен был критик». Не умаляя значение скептицизма для финансовой журналистики и достойного вклада в это дело Абельсона, мы хотели бы показать различие между скептицизмом и безжалостным очернительством.

Лорел интервьюировала Абельсона в офисе *Barron's* во Всемирном торговом центре, расположенном в нижнем Манхэттене. Всего через два месяца террористы разрушили башни-близнецы Всемирного торгового центра и вынудили *Barron's* и его дочернюю компанию *Dow Jones & Co* покинуть офис по адресу: Либерти-стрит, 200 и перебраться в Нью-Джерси. Но в день интервью нижний Манхэттен выглядел центром финансового мира. В гавани стояло множество частных яхт, и в зеркальных окнах зданий отражалось солнце.

Абельсон встретил нас у лифта, чтобы проводить в свой офис. Невысокий и элегантный, он был одет в бело-голубую рубашку, бежевые брюки-слаксы, на нем был галстук в яркую клетку. Его офис нельзя было назвать большим, но он его ни с кем не делил, а из окна открывался отличный вид на реку. У одной стены стояли книжные полки, на письменном столе — два компьютера, и, кроме двух кактусов, в комнате не было других растений. Мы уселись у небольшого стола.

Абельсон сказал, что не планировал стать финансовым журналистом. Он родился 12 октября 1925 года в Нью-Йорке, окончил среднюю школу *Townsend Harris* и получил диплом по английскому языку и химии в *New York City College*. Магистерскую степень по литературе и журналистике он получил в *Writers' Workshop* Университета Айовы.

Вернувшись в Нью-Йорк, он начал работать курьером в *New York Journal American*, принадлежавшей газетному магнату Херсту, которая, как и многие другие, уже не существует. Через некоторое время Абельсон становится репортером отдела бизнеса в этой газете, а в 1956 году начинает работать «репортером для любых заданий» *Barron's*.

В *Barron's* ему пришлось редактировать статьи об инвестициях, что, как он сказал, «было интересно, потому что я ничего о них не знал». Чтобы разобраться, он от корки до корки изучил учебник по финансовому рынку. Остальные знания по этому предмету он приобрел, интервьюируя экспертов и изучая архивы Комиссии по ценным бумагам и биржам в период работы репортером.

Он выработывал своей журналистский стиль — жесткий, скептический, используя пример нефинансовой журналистики. «До 60-х никто не критиковал то, что происходит на рынке ценных бумаг», — вспоминал он. Пресс-релизы и выступления руководителей финансовых корпораций просто перепечатывались безо всяких критических комментариев. Лучшие репортажи, такие как статья Иды Тарбел о Джоне Д. Рокфеллере и его корпорации *Standard Oil Trust*, писались не финансовыми журналистами, а репортерами широкой специализации.

«На Уолл-стрит такое засилье быков, — сказал Абельсон. — Брокерские фирмы распространяют целые тонны материалов, компании выпускают пресс-релизы — и все это с бычьих позиций. Я не считаю, что скептический комментарий ставит под угрозу благосостояние страны. Я думаю, это то, что должны делать журналисты».

В 1966 году Роберт Блайберг, главный редактор *Barron's*, предложил Абельсону написать обзорную колонку. Финансовые спекуляции тех лет были просто неистовыми. На рынке действовала масса ярких личностей. И Абельсону порой казалось, что ситуация сложилась как по заказу.

Тем не менее, как Абельсон сказал нам, он принял предложение с неохотой. «Колонка-обозрение всегда была для меня



дополнительной работой, — говорил он. — Я уже был заместителем главного редактора и руководил несколькими отделами. Это было моей основной задачей тем более что у нас всегда не хватало сотрульников».

Лорел заметила на книжной полке два экземпляра книги Питера Бернштейна *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk* (Бунт против богов: замечательная история риска)\* — одну из самых увлекательных книг по статистике из когда-либо изданных. Она указала на них Абельсону и спросила, изучал ли он когда-либо математическую статистику. Ответ был отрицательным. «Статистика часто только вредит журналисту, — сказал он. — Ею легко увлечься, как головоломками или кроссвордами. Люди любят делать статистические сравнения, но результат в итоге — нулевой». Он добавил, что не читает и книги по финансам.

Он также не владеет акциями, чтобы избежать обвинений в предвзятости и судебных исков — неизбежного риска в работе финансовых журналистов. К счастью, компания Dow Jones большую часть его карьеры предоставляла ему щедрый план участия в прибылях.

Лорел спросила Абельсона, действительно ли его настроения за все время доминирования бычьего рынка были медвежьими. «Некоторые люди думают, что я вообще всю жизнь был медведем», — ответил он.

Сомневался ли он когда-нибудь в том, что писал, было ли ему неудобно за свои рекомендации?

«Разве можно быть всегда правым? — сказал он с великодушным смирением человека, который был не прав почти всегда. — Я никогда не сомневался в том, что писал, иначе не стал бы это писать. Я не могу сказать, что когда-нибудь стыдился чего-то, что сделал».

Нужно отметить, что Абельсон — не единственный среди журналистов, десятилетиями занимавших медвежьи позиции.

---

\* Peter Bernstein. *Against the Gods: The Remarkable Story of Risk*. — New York: Wiley, 1998.

Однако большинство таких журналистов были вытеснены во второстепенные выпуски новостей, которые выходят в ночных телепрограммах, или могут пользоваться только прямыми почтовыми рассылками для пропаганды своих взглядов. А поскольку ошибочность их рекомендаций и взглядов настолько очевидна, то здравомыслящие читатели их игнорируют. Можно вспомнить Ховарда Раффа, который в 70-х годах предсказывал, что унция золота со временем будет стоить 1000 долл. На самом деле сейчас она стоит 279 долл., что гораздо меньше 850 долл., которые платили за унцию золота в январе 1980 года.

Самым странным и необычным в обзорах Абельсона было то, что они появлялись в одном из самых уважаемых финансовых изданий мира. Это примерно то же самое, как если бы Американская медицинская ассоциация или *New England Journal of Medicine* рекомендовали нам не выходить на улицу, потому что мы неминуемо погибнем от удушья из-за загрязнения воздуха. Как показали психологи Карл Ховланд и Херберт Келман, люди меняют свое поведение под воздействием вызывающего доверие источника информации значительно больше, чем под влиянием не вызывающего доверия\*. Когда мы пытались понять механизм такого длительного влияния Абельсона, изучение когнитивного диссонанса привело нас к другим открытиям социальных психологов и вызвало интерес к литературе о религиозных культах.

## Утешение и страх

Одно из сходств механизмов воздействия на людей как культов, так и финансовых статей, подобных тем, что писал Абельсон, заключается в том, что они играют на человеческих потребностях в определенности, контроле и простоте в этом сложном мире. Соотношения цены и прибыли и индикаторы

---

\* Carl I. Hovland and H.C. Kelman. Reinstatement of the Communicator in Delayed Measurement of Opinion Changes//Journal of Abnormal Social Psychology, vol. 48 (1954): 327–335.

тенденций и объема рынка, которые десятилетиями цитировались Абельсоном и привлекаемыми им экспертами как аргументы в пользу медвежьей тактики, легко доступны и «понятны» даже методически неподготовленным инвесторам и создают у них иллюзию «комфорта». Статистические тесты, напротив, требуют знаний и усилий, а иногда опровергают гипотезы и предположения, которые не соответствуют фактам.

Еще одна параллель — это использование страха. Культы используют для контроля приверженцев комбинацию положительных и отрицательных эмоций, но отрицательные доминируют. Дэвид Кореш, лидер секты «Ветвь Давида»\*, «всегда говорил в негативном ключе, всегда угрожал», как рассказал один из бывших приверженцев этого культа Джиму Сигельману и Фло Конуэй, авторам опубликованной в 1995 году книги *Snapping*\*\* . «Он начинал рассказывать об аде и вдруг начинал страшно визжать, чтобы показать слушателям, что испытывают грешники в аду».

Постоянная тема в колонках-обзорах Абельсона — это страх. Снова и снова, невзирая на изменившуюся ситуацию, он вызывает в воображении читателей ужасную катастрофу 1929 года, когда люди выпрыгивали из окон, а биржевые спекулянты потерпели крах. После того как за резкими снижениями цен в 1973–1974, 1987, 1997 и 1998 годах последовали не менее быстрые подъемы, можно было предположить, что простой здравый смысл заставит его хотя бы на время отказаться от мрачных прогнозов, но нет...

Страх, как показали психологи, может быть мощным стимулом для изменений. Широко известное исследование Роналда У. Роджерса и С. Роналда Мьюборна показало, что на автомобилистов, которых хотят убедить водить осторожнее, гораздо боль-

\* Члены этой секты собрали целый арсенал тяжелого огнестрельного оружия, отказались сдать его и, когда правительственные войска решили штурмовать их укрепленный лагерь, почти все погибли в перестрелке или сгорели в результате начавшегося пожара. — *Прим. пер.*

\*\* Flo Conway and Jim Siegelman. *Snapping*. — New York: Stillpoint Press, 1995.

шее впечатление производят документальные фильмы, где показывают кровь и переломанные кости реальных жертв автокатастроф, чем смоделированные автокатастрофы с пластиковыми манекенами\*. Нельзя не признать, что яркость картин грядущего краха рынка, которые рисует Абельсон, завораживает.

Вик еще в начале своей карьеры узнал, что люди более внимательны к негативным, пессимистическим прогнозам, чем к оптимистическим, и готовы больше платить именно за негативные прогнозы. Почему? Большинство людей склонно к оптимизму, и обычно рынок оправдывает эти ожидания. Если кто-то предсказывает крах, это необычно и поэтому заслуживает внимания. В реальности более важно не то, принадлежит ли тот, кто дает прогноз, к меньшинству или большинству, а то, насколько верна логика прогноза.

В случае с Абельсоном мы должны спросить: «Что может быть более бессмысленным, чем неделю за неделей писать и публиковать медвежьи обзоры как раз во время самого длительного и мощного бычьего рынка в истории финансов?» Мы любим заходить в университетский книжный магазин, чтобы быть в курсе последних новинок. Часто нам встречаются книги со столь специфическими и загадочными названиями, что можно только всплеснуть руками и спросить в недоумении: неужели у кого-то нашлось время для такой темы? Вику, например, в книжном магазине колледжа Williams попала в руки книга о коллекционерах восточных монет в Мексике XIX века. Покойный сенатор Уильям Проксмайер развлекал Америку, присуждая специальную награду «Золотое руно» тем, кто сумел наиболее бессмысленным образом потратить деньги налогоплательщиков. Одна достопамятная награда была присуждена Агентству по охране окружающей среды за 1,2 млн долл., потраченных в 1980 году на сохранение системы канализации в городке Трентон,

---

\* Ronald W. Rogers and C. Ronald Mewborn. Fear Appeals and Attitude Change: Effects of a Threat's Noxiousness, Probability of Occurrence, and the Efficacy of the Coping Responses//Journal of Personality and Social Psychology, vol. 34 (1976): 56–61.

штат Нью-Джерси, поскольку ее объявили историческим памятником.

Когда мы просматривали сотни колонок-обзоров, написанных Абельсоном, мы невольно вспоминали о коллекционных монетах и лауреатах «Золотого руна». Откровения Абельсона, однако, были потенциально опасны для сотен тысяч читателей *Barron's*, которые могли последовать его советам в биржевой игре или, что не менее опасно, так привыкнуть к его постоянно неверным прогнозам, что, когда наступит реальный обвал рынка, продолжили бы держать свои акции, полагая, что Абельсон, как всегда, подает ложную тревогу.

## Типология приемов

Во второй и третьей главах мы писали о том, как управляют поведением частных инвесторов при помощи пропаганды ложных представлений о способах получения прибыли и закономерностях биржевой игры. В табл. 4.1 показано, какие приемы пропаганды и псевдонауки использует в своих сочинениях Абельсон.



Одна из привлекательных, «красивых» черт рынка заключается в том, что трейдеров, которые придерживаются ошибочных взглядов, вытесняют те, кто прав. Заблуждающиеся трейдеры теряют свои деньги, а те, кто прав, получают и деньги, и поддержку. Подобный механизм обратной связи работает и в науке. Те, кто сообщает корректные результаты, вскоре узнают о том, что они подтверждаются и углубляются их коллегами. Те, кто сообщает некорректные результаты, оказываются дискредитированными. От них уходят студенты, им не выделяют финансирование, их статьи отвергаются научными журналами.

Обратная связь — это фундаментальный закон природы. В учебниках биологии многие страницы посвящены описанию того, как механизм обратной связи дает возможность эффективно работать различным системам организма. Обрат-

Таблица 4.1. Приемы пропаганды и риторика Абельсона

Прием пропаганды	Пример
Навешивание ярлыков	Объявляет информацию об акциях, приносящих хорошие прибыли, «чепухой»
Блистательная неопределенность	«Разве можно быть правым всегда?»
Ссылка на авторитеты, фургон с оркестром	Называет своих специально подобранных экспертов, исключительно медведей, самыми прозорливыми на Уолл-стрит
Ссылка на авторитеты	Цитирует аналитиков, дающих медвежьи прогнозы
Игра в простонародность	Не читает книг о финансах. Не интересуется статистикой
Подтасовка	Использует любые индикаторы, начиная от устойчивости и силы доллара и заканчивая размером жалования нянечки в Гринвиче, если их можно использовать для «подтверждения» медвежьего прогноза

ная связь используется практически во всех электронных устройствах, например таких, как современные усилители.

В сожалению, в журналистике нет механизма самокоррекции. Можно долгое время заблуждаться, но, тем не менее, сохранять престиж и влияние. На самом деле «одинокий волк», хронический «ниспровергатель» оказывается фигурой более редкой и поэтому более ценной, чем большинство его коллег. Наш герой как раз относится к этой категории. Его взгляды стали совершенно исключительными, хотя источники, из которых он черпал информацию, и доводы почти совершенно иссякли. Однако он выжил и даже процветал, безусловно благодаря своему таланту, творческим способностям, широкой эрудиции за пределами финансовой сферы, темпераменту и остроумию. Когда его сотрудники из Barron's продолжили

свою карьеру в других фирмах, в этих службах новостей и брокерских конторах они выстроили свои собственные медвежьи «углы» и добились успеха, играя против основной тенденции и «двигаясь против течения».

Короче говоря, обычный процесс коррекции, который работает в других областях, на Абельсона не действовал. Вот, наверное, почему взгляды, которые не приносят прибыли и не помогают выживать, так часто доминируют в тех сферах, которые оторваны от практики — реальных трейдерских операций и механизма обратной связи.

Когда мы начали вдвоем писать свои обзоры, то решили, что пойдем по другому пути. Трейдерские операции сложны и трудны. Мы знали, что наша сила — это не конкретные советы для индивидуальных акций, выявление и анализ закономерностей и факторов, которые влияют на рынки, и предсказание существенных сдвигов в динамике рынка на основе научно-исторического подхода.

И мы решили, что будем на основе наших исследований вести практический трейдинг. Мы не просто рекомендовали читателям, как им поступить, а вышли на другой уровень: сообщали о выводах наших исследований и о том, какие именно операции мы собираемся провести на рынке на их основе.

Такой способ действий дал нам возможность использовать механизм самокоррекции: если мы будем заключать удачные сделки, то нам гарантировано процветание, если же наши сделки будут неудачными, то мы понесем финансовые потери и на рынке не удержимся.

Оглядываясь назад, мы подумываем, что, может, нам стоило оставаться в научной «башне из слоновой кости». Но в этом случае та информация и знания, которые мы сообщаем, оказались бы менее полезными на практике и их было бы труднее проверять, чем сейчас, когда мы «едим нашу собственную стряпню».

Нам кажется, что Абельсон обладает рядом качеств, которые характерны для тех, кто пользуется ненаучными, не под-

Таблица 4.2. Почему люди верят Алану Абельсону

Причина	% обзоров, использовавших данный прием для оправдания медвежьих прогнозов
Некорректные способы рассуждений и заключений: использование только тех примеров, которые подтверждают гипотезу; нежелание изменить гипотезу, даже если она очевидно неверна; простое совпадение выдается за причинную связь	100
Ссылка на авторитеты	95
Использование эвристики «выпуклости» (игнорирование общей ситуации, контекста, в котором происходит привлекающее внимание необычное «выпуклое» событие)	90
Поспешные обобщения: информация о небольшом количестве людей (или фактов) используется для выводов в отношении всей группы (или ситуации)	85
Post hoc, ergo propter hoc (после этого, следовательно, по причине этого): корреляция некорректно выдается за причинность	85
Использование научного языка, но не научного метода	80
Недоказуемые утверждения	60
Отдельные примеры, использованные как доказательства	55
Эмоциональные утверждения и ложные аналогии	50
Reductio ad absurdum (доведение до абсурда): ошибка «скользкого склона» (если вы будете есть мороженое, вы наберете лишний вес, вскоре будете весить 150 кг и умрете от сердечной недостаточности, следовательно, мороженое приводит к смерти)	35



Причина	% обзоров, использовавших данный прием для оправдания медвежьих прогнозов
Самоуверенные, но необоснованные утверждения	30
Ad hominem (перевод на личности): подмена обсуждения идеи обсуждением личных качеств того, кто ее высказывает	30
Рационализации по поводу причин неудач	25
Циклическая система доводов (следствие и причина подменяют друг друга)	5

дающимися проверке методами. Возможно, причина здесь в том, что он изолирован от нормального механизма обратной связи. С другой стороны, в последние несколько лет он давал точные оценки. У нас бывали и удачные, и неудачные сделки, а упорный читатель, который продолжал использовать советы Абельсона в 2000-м и следующих годах, добился больших успехов, чем тот, который пользовался нашими. Мы готовы снять перед ним шляпу.

Мы нашли дополнительную информацию для классификации заблуждений, которые приводят людей к неверным выводам, в книге Майкла Шермера *Why People Believe Weird Things: Pseudoscience, Superstition and Other Confusions of Our Time* (Почему люди верят в странные вещи: Псевдонаука, суеверия и другие заблуждения нашего времени)\*. Книга Шермера полезна тем, что в ней описаны многие псевдонаучные приемы, которые позволяли Абельсону, сотрудничавшим с ним «экспертам» и их последователям так долго пропагандировать лож-

\* Michael Shermer. *Why People Believe Weird Things: Pseudoscience, Superstition and Other Confusions of Our Time*. — New York: Freeman, 1997.

ные представления о рынке, несмотря на многочисленные опровержения.

При помощи классификации псевдонаучных приемов, созданной Шермером, мы проанализировали 525 обзорных колонок «Вверх и вниз по Уолл-стрит», которые *Barron's* опубликовал за десять лет в 90-е годы. Наши результаты приведены в табл. 4.3. Вот некоторые выдержки из обзоров Абельсона, сделанных в 1990-е годы, с комментариями, в которых его прогнозы сравниваются с тем, что произошло в реальности. Мы выбрали именно эти выдержки, чтобы показать, как он использовал для своих прогнозов специально подобранные примеры, ссылки на дискредитированные авторитеты, бесконечные повторения простых и недостоверных индикаторов. Некоторые из выдержек приводятся здесь для того, чтобы проиллюстрировать взгляды Абельсона по тому или иному вопросу.

Мы не будем продолжать и приводить высказывания Абельсона о 1998 и 1999 годах, когда индекс Доу вырос на 50%, а NASDAQ 100 — более чем в три раза, просто заметим, что Абельсон этот рост не одобрял.

Но мы не можем не перепечатать самую дикую смесь сумасшедших индикаторов, которую когда-либо можно было найти в одном обзоре. Итак, 30 сентября 1996 года, когда Абельсон, цитируя Роберта Фарелла, «главного мудреца корпорации Merrill Lynch и нашего хорошего друга», писал:

Доходы по дивидендам по акциям индекса Standard & Poor's 500 всего 2,1% — самые низкие в этом столетии. Q-коэффициент Тобина (финансовые активы/балансовая стоимость активов) — самый высокий за все время, так же как и соотношение S&P 500 и балансовой стоимости. Аналогично коэффициент цена/продажи для S&P 500 равен 4,45.

Цены акций по сравнению с ценами на недвижимость достигли максимального уровня. Количество часов, которые нужно проработать, чтобы купить акции S&P 500, достигло рекордного уровня в 53,75.

Объем торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже самый высокий. Соотношение индекса NASDAQ и объема торгов на Нью-Йоркской бирже также рекордно высокое. Первичные размещения акций (IPO),

**Таблица 4.3. Избранные цитаты из обзоров Алана Абельсона «Вверх и вниз по Уолл-стрит» (1990–1999)**

Дата	Цитата	Что произошло в действительности
31.12.90	Мы убеждены, что медвежий рынок проснется от спячки, зарычит и вернется к жизни, показав свои когти и клыки. Такие серьезные медвежьи рынки, как этот, не уходят, пока не возьмут под свой контроль весь «пей-жаж» фондового рынка (для подтверждения вспомните 1973 – 1974 годы)	В это время значение индекса Доу равнялось 2629, а за следующий год поднялось на 20%
6.01.92	Нас постоянно притягивают и не дают забыть о себе две черные полосы, два спада, случившиеся в 1973 и 1974 годах, печальное напоминание о еще одном периоде фондового рынка, когда множители (соотношение цены акций и прибыли) игнорировали и обращали внимание только на рост цен акций	Значение индекса Доу тогда было 3201 и поднялось еще на 3% в 1992 году. В 1973–1974 годах рынок потерял две трети своей стоимости из-за инфляции
28.09.92	Этот рынок движется к полномасштабному краху. Неопределенность с выборами, прискорбное состояние экономики, слабость доллара, неспособность сниженных учетных ставок вызвать привычный, обычный в этом случае рост экономики, пессимизм потребителей и большой рынок рабочих мест — добавьте все это к непомерно раздутым по всем разумным стандартам ценам на акции, — чего можно еще ожидать, кроме медвежьего рынка?	Значение индекса Доу тогда было 3250. Причем за все 90-е годы его минимальное значение, отмеченное 19 октября 1992 года, было не намного ниже — 3136
12.10.92	Дик Рассел, «настоящий последователь Чарльза Доу, сегодняшняя реинкарнация Уильяма Питера Хэмилтона, неутомимый хранитель, защитник и популяризатор Теории Доу», сказал, что бычий рынок начался 5 октября, когда индекс Доу–Джонса закрылся ниже магического уровня, подтвердив сходную тенденцию понижения Транспортного индекса, наблюдавшуюся за несколько месяцев до того. «Это будет, действительно, мощный медвежий рынок, - сказал он Абельсону, - и конец бычьего рынка, который начался в 1974 году»	Индекс Доу был на отметке 3136, а за следующий год вырос на 14%

Дата	Цитата	Что произошло в действительности
24.05.93	Мы учитываем вероятность дальнейшего подъема рынка, но это не означает, что наши взгляды существенно изменились. Рынок ужасающе переоценен, он просто бурлит от пустых завышенных котировок. Ложный бог момента командует целыми легионами полоумных последователей, которые вздули цены на акции до запредельных высот. Все это плохо кончится, в чем мы не сомневаемся ни на йоту, неизвестна только точная дата. Вероятно, это случится не завтра, но уже за послезавтра мы не ручаемся	Тогда индекс Доу был 3492, он рос еще шесть лет, прибавил 8200 пунктов, пока не достиг своего максимума в 11 722 пункта 14 января 2000 года
04.10.93	Вам знакома эта трескотня, эти горячие проповеди, описывающие замечательные прибыли, которые принесли обычные акции с тех времен, когда Ной после потопа причалил наконец к берегу на своем ковчеге. Их призывы к «пастве» просты: дьявол подсовывает вам депозиты, торопитесь в банк, заберите из пыльных сейфов ваши сбережения и немедленно заставьте их работать, вложив во взаимные фонды, и вы будете вознаграждены выше ожиданий самого алчного инвестора	Доллар, вложенный в акции фонда Vanguard 500 Index fund в конце сентября 1993 года, превратился к 30 апреля 2002 года в 1,72 долл. Доллар, инвестированный в депозиты под 5%, принес только 1,43 долл.
01.11.93	Неразбериха в России, жестокости в Боснии, убийства на Гаити, гражданская война в Сомали, пожары в Южной Каролине, слабость рынка облигаций, высокие налоги — можете продолжить список, и рынок ответит на все это с поразительной последовательностью. Все к лучшему? Может быть, так и есть. Но по какой-то непонятной причине — потому ли, что только единичные акции по-настоящему растут, или из-за устойчивого снижения количества денежных средств в распоряжении менеджеров взаимных фондов (что отражает реальные сегодняшние настроения инвесторов), или из-за	Индекс Доу за следующий год вырос на 7,5%

Дата	Цитата	Что произошло в действительности
	<p>роста внебиржевых продаж акций, или пессимистических ожиданий инвесторов, или высокого отношения рыночной и балансовой стоимости акций (почти 3,5 для индустриальных акций), или маленьких выплат по дивидендам (менее чем 2,8% для индекса Доу), или из-за потока предложений купить ценные бумаги, или из-за небольшого зуда за левым ухом — мы не верим в это. Возможно, просто из вредности</p>	
27.06.94	<p>Не думайте, что мы от рождения предрасположены негативно относиться к ценным бумагам. Просто мы считаем, что сегодняшний бычий рынок начался еще в конце 1974 года, а это означает, что он уже превысил нормальную продолжительность своей жизни</p>	<p>Бычий рынок продолжался еще более пяти лет. Значение индекса Доу было тогда 3636</p>
20.11.95	<p>Бартон Биггс «в одном из самых замечательных еженедельных обзоров» для Morgan Stanley сравнивает сегодняшнюю покупку акций технологических компаний «с участием в последней игре в покер на Титанике»</p>	<p>Это был очень долгий покер. Индекс высокотехнологических компаний Morgan Stanley High Tech Index, значение которого тогда было равно 171 пункту, поднялся до 1162 пунктов 27 марта 2000 года</p>
05.02.96	<p>Феликс Зулауф, «наш друг и мудрец из Швейцарии», говорит, что золото — это «покупка на всю жизнь»</p>	<p>Цены на золото достигли своего пика в 415,50 долл. через три дня, а в следующие шесть лет и по сей день до этого уровня не поднимались. Цена падала даже до 255,68 долл., как это случилось 31 августа 1999 года</p>

Дата	Цитата	Что произошло в действительности
18.03.96	Джо Розенберг, «специалист по инвестициям корпорации Loews», который «может служить образцом управления инвестиционным портфелем», показывает на графике индекса Доу, что бычий рынок вступил в свою финальную фазу. Когда его начали спрашивать, насколько серьезным будет спад, он сдержанно ответил: «Не менее чем на 25%». Очевидно, что на самом деле он ожидает значительно более резкого спада	Это случилось только через пять лет, когда за период с января 2000 года по сентябрь 2001 года индекс Доу упал на 28%
25.03.96	Бартон Биггс, «твердо верящий» в регрессию к средней тенденции, думает, что финансовый маятник должен качнуться в обратную сторону. Он предсказывает годовой рост уровня доходности акций для конца десятилетия в 4%. Это резкое снижение по сравнению с поразительными 37,5%, достигнутыми в 1995 году, и средним годовым показателем в 16,7% за последние пять лет. Он думает, что высокие доходы принесут азиатские ценные бумаги, развивающиеся рынки и нежилая недвижимость	Средний ежегодный доход для фьючерсов S&P 500 был 24% до конца десятилетия
27.05.96	Эндрю Смайтерс, «специалист по инвестициям мирового класса», который с конца 1993 года предсказывал, что американский фондовый рынок становится медвежьим, представляет «первое убедительное обоснование для длительного медвежьего рынка». Смайтерс, ориентируясь на динамику Q-коэффициента, вложил свои деньги в наличность и поместил в надежные банки. Он советует всем поступить так же	Бычий рынок продлился с конца 1993 года до конца 2001 года, когда начался один из самых худших медвежьих рынков в истории США. В это время фьючерсы S&P выросли на 146%, средний ежегодный рост был 12%
18.08.97	(После падения индекса Доу на 247 пунктов.) Хотя мы и сочувствуем жертвам — мы не видели столько плачущих вдов и жалующихся на судьбу сирот с 1987 года, — мы	После октябрьских спадов и 1987, и 1997 года индекс Доу до конца года снова поднимался на 11%

Дата	Цитата	Что произошло в действительности
		почувствовали такое же возбуждение, как при наблюдении за солнечным затмением
21.10.97	Даже самый невнимательный наблюдатель за финансовым миром знает, что интеллект — это скорее недостаток, чем достоинство для того, чтобы добиться успеха на Уолл-стрит. Назовите хотя бы одно исключение — мы не беремся	
03.11.97	(После самого большого падения индекса Доу, из-за которого пришлось закрыть финансовые рынки.) Чем вы назовете падение на 550 пунктов за один день? Началом. А чем вы назовете подъем на следующий же день цен миллиардов акций на 337 пунктов? Ошибкой	

слияния, обратная покупка акций также рекордно высоки. Взаимных фондов сейчас больше, чем когда-либо, и приток капитала в них в два раза выше рекордного уровня прошлого года. Как никогда раньше, инвесторы расхватывают акции агрессивных растущих фондов.

Количество людей, зарегистрировавшихся для продажи акций и облигаций, — 527 000. Это больше, чем когда-либо ранее, и на 30% больше, чем в 1987 году. Рекордным оказалось также и количество кандидатов — 32 000, — планирующих стать дипломированными финансовыми аналитиками. Цена места на NYSE также оказалась самой высокой в истории — 1,45 млн долл. Действует 22 000 инвестиционных клубов — еще один рекорд. Ведут операции 4700 хедж-фондов, т.е. больше чем один фонд на каждую акцию, которые котируются на Нью-Йоркской бирже (3419).

Фарелл добавил, что он помнит, как составил похожий список в 1968 году, когда был последний пик рыночной активности. Проблемы начались во второй половине года, когда лишь цены на акции не выросли так же сильно, как все остальное.

«И в 1996 году, — отмечает Боб, — было много признаков позитивной активности и участия инвесторов, но цены на это практически не отреагировали. Такое отсутствие реакции на рекордный спрос предполагает информированность продавцов и в сочетании с рекордными уровнями котировок вызывает сомнения в том, что бычий рынок будет продолжаться». Как показывает последняя фраза, Боб — настоящий гуру. Настоящий гуру всегда говорит, что конец близок, но никогда не назовет точную дату.

Индекс Доу достиг своего пика только в январе 2000 года — более чем через три года. Средний уровень тогда был почти в два раза выше, чем 5882 (это значение индекса в тот день, когда была опубликована статья о Фарелле).

Очень редко Абельсон все же цитировал людей, которые не были согласны с его взглядами. В обзоре «Вверх и вниз по Уолл-стрит» от 22 июня 1998 года Джон Хасман, управляющий хедж-фонда и профессор Мичиганского университета, объяснил, почему отношение цены к балансовой стоимости, дивидендная доходность, отношение P/E «более чем бесполезны» для принятия решений об инвестициях. Хасман сказал, что коэффициент P/E не помогает определить, являются ли цены на акции неоправданно высокими, потому что он «ненадежен по своей конструкции из-за волатильной природы прибылей» и потому что «этот коэффициент часто наиболее высок именно тогда, когда прибыли вблизи минимума». Акции иногда крайне переоценены, но они все равно приносили хорошую прибыль, как он отмечает, «если доходы компаний были хорошими, инфляция умеренной, процентные ставки нормальными и технические тенденции, особенно ширина рынка\*, благоприятными». Именно так происходило в последние годы.

На следующей неделе, 29 июня 1998 года, Абельсон снова цитировал «статистическое рагу» Боба Фарелла: процентная доля финансов средней семьи, инвестированных в ценные бумаги, достигла беспрецедентного уровня в 38,3%. Предыдущий пик отмечался в 1968 году, когда акции составили 37,9% финансовых средств американских семей. «Нам очень печально говорить об этом, но затем последовало ужасное падение рынка в 1969 году».

Раз за разом Абельсон давал высказываться «провидцам», чьи прогнозы оказывались абсолютно неверными, иногда это продолжалось годами. А если «провидец» представлял графики, которые показывали, что текущий подъем рынка «напо-

---

\* Ширина рынка (breadth) — доля акций по отношению ко всем акциям, представленным на рынке, цена которых изменяется в соответствии с общей тенденцией к повышению или понижению. — *Прим. пер.*



минает» те, что произошли перед спадами рынка в 1929, 1973, 1987 годах в США или в 1990 году в Японии, для его комментария и нескольких страниц было не жалко.

На заре XXI века для рыночной Кассандры наконец пробил час. Индустриальный индекс Доу–Джонса достиг пика 14 января, а потом началось его длительное снижение. Через некоторое время за ним последовал индекс высокотехнологичных компаний NASDAQ, причем его падение было таким катастрофическим, что действительно напомнило об ужасных временах 1973–1974 годов. Мы не можем не вспомнить об описании биржевой паники в апреле 1864 года, которое дал в своей книге *Ten Years in Wall Street* (Десять лет на Уолл-стрит), опубликованной в 1870 году, Уильям Уорthingтон Фаулер:

Признаки и предзнаменования грядущей катастрофы умножались... Когда [Энтони У. Морс] вошел в зал в то утро, он увидел, что почти каждый брокер был готов продавать с существенным дисконтом еще до открытия биржи, а на улице настроения были еще хуже. В половине двенадцатого брокер встал со своего места и объявил банкротство компании Morse & Co. Воцарилась ужасная тишина, подобная той, что предшествует урагану, потом люди начали говорить, и разразилась буря... Волшебный дворец, построенный могущественными и умными магами из стольких золотых надежд, в мгновение ока рассеялся как облако...

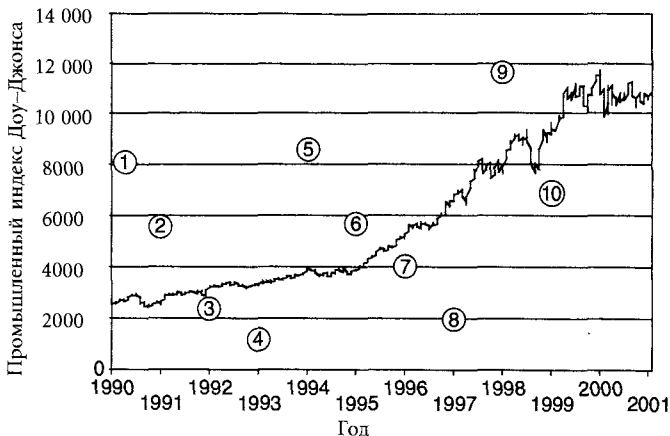
Мы в этот день отправились домой рано. На углу Уильям-стрит и Эксейндж-плейс мы встретили S. Это был безобидный, но очень неприятный сумасшедший, который, подобно Кассандре, предсказывал только несчастья. Он уже шесть недель изрекал свои скорбные пророчества. Когда он нас увидел, то начал размахивать руками, злорадно засмеялся, играя на наших и без того напряженных нервах, и закричал: «Я вам говорил, так будет! Я говорил вам! Ха! Ха! Ха!» Мы попытались от него отвязаться, но он впился в нас как клещ и как ястреб кружил вокруг и хихикал, когда мы неохотно признались, что еще не смогли продать наши акции\*.

Действительно, сладкий триумф! Может быть, Абельсону стоит попробовать писать романы? Как указал Шермер в своей книге *Weird Science*, ересь отнюдь не всегда тождественна правде.

---

\* William Worthington Fowler. *Ten Years in Wall Street*. — Hartford, CT: Worthington, Dustin, 1870.

Рисунок 4.1. Абельсон и Доу (1989–2001)



- ① (Доу 2629)  
Медвежий рынок проснется от спячки, зарычит и вернется к жизни, показав свои когти и клыки (31.12.90)
- ② (Доу 3101)  
Мы не видим оживления экономики с достаточной энергией и скоростью, чтобы спасти текущие завышенные цены на акции (30.12.91)
- ③ (Доу 3250)  
Рынок движется к полномасштабному падению (28.09.92)
- ④ (Доу 3442)  
Мы сомневаемся, проживет ли этот бычий рынок еще хотя бы полгода, о двух годах и речи не идет (08.02.93)
- ⑤ (Доу 3636)  
Мы считаем, что этот бычий рынок начался в 1974 году, а это предполагает, что он уже прожил значительно дольше своей естественной продолжительности жизни (27.06.94)
- ⑥ (Доу превысил 5000)  
Известно, что воздушные шары рано или поздно лопаются (27.11.95)
- ⑦ (Доу 5705)  
Снижение и падение акций технологических компаний — это красочная иллюстрация к грядущему снижению и краху всего рынка акций (24.06.96)
- ⑧ (Доу 7442)  
Чем вы назовете падение цен акций на 500 пунктов за один день? Началом. А чем вы назовете повышение на 337 пунктов цен более чем миллиарда акций уже на следующий день? Ошибкой! (03.11.97)
- ⑨ (Доу 7539)  
На этот раз в ситуации, когда на рынке все еще активно продают при необоснованно завышенных уровнях P/E, эффект снижения учетных ставок будет бледным, гнилым или жалким (31/08/98)
- ⑩ (Доу превысил 10 000)  
Хотя рынки и шагают к новым высотам, линии роста-падения предвещают новые провалы. Последний раз такое случилось в 1929 году (29.03.99)

Мы должны признать, что Абельсону следует отдать должное за его критику «машины самовосхваления» Уолл-стрит. Кроме того, никто не может спорить, что он укрепил этические стандарты финансовой журналистики, поскольку никогда не был материально заинтересован в успехе ценных бумаг, о которых он писал. У нас просто другой подход, по нашему мнению, не менее, а может, и более соответствующий требованиям этики: мы говорим нашим читателям о том, что мы собираемся покупать, и, после того как наш обзор опубликован, действительно покупаем рекомендованные нами ценные бумаги. Таким образом, мы «играем на том же поле», что и наши читатели. Мы вместе с ними терпим убытки или... получаем прибыли. Перспектива выложить свои карты на стол и воспользоваться своими собственными советами помогает хорошо сконцентрироваться и здраво относиться к тому, что пишешь.

На Уолл-стрит сложилась даже поговорка: «Время стать медведем придет только тогда, когда Алан Абельсон наконец превратится в быка». Мы сомневаемся, что доживем до этого чудесного мига. Мы также не ждем, что его последователи отвернутся от своего героя. К этому времени они столько денег и эмоций вложили в его теории — и, возможно, уже немало потеряли, — что им будет трудно прислушиваться к голосу разума.

Когда психологи будут исследовать наше время, может быть, они захотят использовать как пример 36-летний период выживания иррациональных и вредных представлений о рынке вместо узкого и малозначительного эпизода, связанного с небольшой группой религиозных сектантов — последователей Мэриен Кич, который сегодня используют преподаватели социальной психологии. Они, без сомнения, будут объяснять деструктивное поведение последователей Абельсона попыткой защитить их самооценку от ущерба, который бы ей нанесло признание реальности того, что финансовые и социальные основания их «символа» веры были все это время абсолютно ложными.

Мы предпочитаем более простое объяснение. Обозреватель ошибался так сильно и так долго, публикуя свои односторон-

ние прогнозы, что, если бы он когда-то признал свою неправоту, его бы просто ужаснули утерянные возможности. Именно поэтому ни Абельсон, ни его последователи не хотят, чтобы катастрофические прогнозы сбылись и «дело было закрыто». До тех пор пока прогноз «еще не сбылся», ядерная катастрофа, которая разрушит цивилизацию и снова сделает индекс Доу трехзначным, каким он был когда-то в самом начале, теоретически может произойти и реабилитировать «пророка».

Как и многие другие, мы бы огорчились, если бы, по словам знаменитого физика Макса Планка, финансовый обозреватель, «визжащий и упирающийся, был бы сброшен со своего высокого наместа». Однако эта страница истории может послужить всем инвесторам хорошим примером ошибки, суть которой — упорное нежелание изменить свои взгляды под влиянием доказательств, свидетельствующих о структурной перестройке нашей экономики.



## Глава 5

# «Мы — номер один» обычно означает «это ненадолго»

---

*Погибели предшествует гордость, и падению — надменность.*

Притчи Соломона 16:18

*Мы можем стать той самой компанией, которая изменит мир. Возможно, такая компания появилась впервые, но Cisco это по силам. Это интернет-революция... Мы могли бы стать самой успешной компанией в истории.*

Джон Чемберс, Генеральный директор  
корпорации Cisco Systems\*

**М**ногие согласятся, что эффективное управление корпорацией — очень важный фактор, когда принимается решение, покупать ли ее акции или нет. Топ-менеджер-«звезда», который умеет нарисовать грандиозные перспективы, привлекает капитал. К несчастью, как отметил в V веке до нашей эры греческий историк Геродот, могуще-

---

\* Mark Leibovich. A Rain God Confronts a Harsh Climate: CEO's Optimism Tested by Downturn//Washington Post, April 6, 2001.

ство порой ведет к высокомерию и гордыне. Из-за этого гибли и отдельные люди, и целые народы. Похожая трагедия разыгрывается сегодня у нас на глазах, когда компании одна за другой терпят крах под руководством ярких и энергичных, но слишком самоуверенных лидеров.

Много уже писали о падении дот-комов. Однако гораздо большее влияние на бумажники американцев и состояние экономики оказал крах трех больших «голубых фишек», олицетворявших новую экономику: корпораций Enron, Cisco и Lucent. Акции корпорации Enron 17 августа 2000 года шли по цене 90 долл., но уже 2 декабря 2002 года эта корпорация оказалась самым крупным в истории банкротом.

Акции корпорации Cisco упали с 80 долл. за акцию в марте 2000 года до 8,60 долл. к октябрю 2002 года, акции компании Lucent, стоившие 77,77 долл. в декабре 1999 года, обесценились до 58 центов за акцию. Инвестор, вложивший в эти компании на пике их популярности 100 долл., сейчас имел бы менее 5 долл.

Однако акции всех трех компаний в 90-х годах считались «волшебными», неизменно включались брокерами в списки рекомендуемых к покупке акций, вплоть до печальной развязки. Эти акции настолько завладели воображением всей нации, что журнал *Modern Maturity*, претендующий на самый большой тираж в США, опубликовал в своем январском/февральском номере 2002 года статью, в которой цитировались «неназванные» эксперты, рекомендовавшие акции Lucent и уже обанкротившейся корпорации Enron как прибыльные и безопасные инвестиции даже после кризиса 11 сентября 2001 года\*.

Мы вовсе не хотим утверждать, что любая из этих компаний не может поправить свои дела, — мы, наоборот, верим во второй шанс. Но мы очень хотим заранее выявить следующий «Enron», еще до того, как он потерпит крах. Мы начали пристально исследовать эту проблему в январе 2002 года, после


---

\* John F. Wasik. Nestegg//*Modern Maturity*, January/February 2002.

того как один из читателей прислал нам такое письмо (в это время акции Enron уже практически ничего не стоили):

Я — пенсионер и вложил все свои сбережения в акции Enron, поскольку эта компания считалась одной из «голубых фишек» и платила дивиденды. Что вы мне посоветуете делать? Как вы думаете, они могут успешно реструктурировать компанию? Смогут ли акции снова вернуться к цене 20 долл. за штуку или выше? Я был бы очень благодарен, если вы ответите мне по электронной почте. Я очень расстроен и хотел бы узнать, что вы думаете о будущем корпорации Enron. Спасибо.

Для того чтобы понять, какие компании обречены свалиться с вершин на дно, мы сравним поведение топ-менеджеров,



которые хвастались своими успехами, и тех, которые, напротив, были известны своей скромностью. На Уолл-стрит убеждены, что вернейший способ «сглазить» корпорацию — это построить для нее роскошную штаб-квартиру, поместить фотографии ее руководителей на обложку журнала, назвать ее именем стадион или сделать громкую покупку другой компании, которая попадет в газетные заголовки. Проверка показала, что во всем этом есть рациональное зерно, и позже мы познакомим вас более подробно с нашими выводами. Надо сказать, что эти убеждения разделяли еще древние греки — вспомните миф об Икаре, который, как это ни удивительно, был техническим гением.

## Миф об Икаре

Дедал, талантливый изобретатель, прославился тем, что построил для критского царя Миноса великолепный дворец, в котором был даже водопровод. Дедал также построил лабиринт для того, чтобы спрятать в нем Минотавра, чудовище, которое родилось в результате противоестественного союза жены Миноса и белого быка — бога океана Посейдона. Когда царь Минос узнал, что Дедал способствовал этой затее царицы, он посадил его в тюрьму. Дедал сумел тайно изготовить из птичьих перьев, скрепленных воском, две пары крыльев для себя

и своего сына Икара, чтобы вырваться на волю и улететь на Сицилию. Когда время для побега пришло, Дедал предостерег своего сына:

Икар, выбери средний путь.

Если ты полетишь слишком низко, море намочит крылья,

Если ты полетишь слишком высоко, солнце растопит воск.

Лети ниже солнца и выше моря! Следуй за мной, я поведу тебя.

Но Икар не сумел побороть искушения и взлетел высоко. Его крылья развалились, когда солнце растопило воск. Он упал в море и утонул.

Высокомерие и гордыня — это грех, к которому наиболее склонны великие и талантливые люди, предоставившие греческим драматургам и историкам массу подобных примеров. Рассказы о наказании героев, вообразивших себя равными богам, по мнению ученых, позволяли слушателям пережить катарсис — очистить себя от страха и жалости, чтобы эти деструктивные эмоции не мешали жить и действовать. Некоторые писатели представляли своих героев абсолютно безупречными. Эсхил, например, полагал, что боги завидуют величию людей и специально насылают на них неоправданную и непомерную гордыню, когда те находятся на самой вершине успеха.

Через двадцать пять веков высокомерие все еще играет большую роль в нашей жизни: мы еще в младенчестве бросаем вызов богам и ощущаем себя непобедимыми, протягивая руку и обжигаясь о раскаленную печку. Каждый из нас может привести свой собственный пример высокомерия. У Вика, например, любимая история этого рода — рассказ о «старине Хемингуэе». Он услышал ее от владельца завода, выпускавшего трубы, которого встретил в Хьюстоне, когда работал в бизнесе, связанном со слияниями и покупками компаний. Старина Хемингуэй, топ-менеджер, имел привычку заканчивать свои беседы с менеджерами более низкого уровня, взяв со стола газету и демонстративно начиная читать ее, отгородившись ею от собеседника. Однажды его нашли в офисе мертвым, и в



его газете было пятнадцать дырок от пуль. Очевидно, кто-то из тех самых менеджеров, возмущенный высокомерием своего босса, слишком хорошо запомнил эту его привычку и использовал ее, чтобы раз и навсегда свести с ним счеты.

Наша любимая газета *The National Enquirer* — отличный источник историй о жертвах высокомерия. Поведение популярной киноактрисы Дженифер Лопес, очевидно, один из самых ярких примеров подобного рода. Как рассказывает *Enquirer*, людей, обслуживающих Джей-Ло, предупреждают, что ей никогда нельзя смотреть прямо в глаза и называть ее просто по имени\*. У подобных требований есть исторические корни: так следовало себя вести при дворе французского короля Людовика XIV. Придворные должны были отводить глаза, если на них смотрел Король-Солнце. Кроме того, от них требовалось предоставлять для утех короля своих жен, если они ему приглянулись.

В трагедиях, разыгрывающихся на Уолл-стрит, высокомерие часто играет главную роль. Покойный историк Роберт Собел, в книге *When Giants Stumble: Classic Business Blunders and How to Avoid Them* (Когда гиганты спотыкаются: Классические ошибки в бизнесе и как их избежать), изданной в 1999 году, поставил высокомерие на видное место в своем списке 15 смертных грехов, которые привели к гибели такие компании, как Osborne Computer, LTV, Schwinn, и Packard Motor Car\*\*. (В списке Собела также фигурируют nepотизм, стратегически необоснованное расширение компании, готовность обойти закон, изоляция и зависимость.)

Ощущение, что «ты над миром», — главная черта высокомерного поведения. Прославленный британский дипломат и мастер переговоров сэр Гарольд Николсон указал на это в своей классической, опубликованной в 1938 году книге *Diplomacy* (Дипломатия): «Нельзя преувеличить опасность тщеславия для

\* Jennifer Lopez Is a Pain in the Butt//National Enquirer, April 25, 2001.

\*\* Robert Sobel. *When Giants Stumble: Classic Business Blunders and How to Avoid Them*. — Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall Press, 1985.

участника переговоров... Оно приносит с собой неточность, чрезмерную возбудимость, нетерпение, избыток эмоций и даже ложь»\*.

Именно такое представление о себе — «я над миром», — очевидно, проявилось у президента корпорации Cisco Джона Чемберса, когда он обвинил руководителей компаний из Силиконовой долины в том, что они снижают капитализацию своих фирм, реализуя опционы на акции, полученные в качестве бонусов. Как правило, топ-менеджеры имеют право реализовать такие опционы уже через три года работы в компании. Ирония в том, что, как сообщил новостной веб-сайт *InfoWorld*, Чемберс отчитывал коллег всего через... 17 дней после того, как продал за 142,9 млн долл. свои акции корпорации Cisco, полученные как опцион всего за 1,15 млн долл., когда цена на них достигла пика 29 февраля 2000 года\*\*.

Кроме того, корпорации Cisco и Enron использовали хитрые схемы, чтобы не показывать долги в своей корпоративной отчетности. В 2002 году *Wall Street Journal* вызвал сенсацию, сообщив, что торговые представители корпорации Enron сумели тайно спровоцировать рост цен на электроэнергию в Калифорнии, проведя секретные операции, закодированные под названиями Fat Boy (Толстый мальчик), Ricochet (Рикошет), Load Shift (Перенос нагрузки), Get Shorty (Достань коротышку) и Death Star (Звезда смерти)\*\*\*.

## Корпоративные сказочники

Кроме надменности есть еще одна причина падения великих корпораций. Их топ-менеджеры — намеренно или ненаме-

---

\* Sir Harold Nicolson. *Diplomacy*. — Washington, DC: Georgetown University, School of Foreign Service, Institute for the Study of Diplomacy, 1939 and 1988.

\*\* Cisco Head Cautions against Silicon Valley Hubris//*InfoWorld*, February 29, 2000.

\*\*\* Kathryn Kranhold, Bryan Lee, and Mitchel Benson. Enron Rigged Power Market in California, Documents Say//*Wall Street Journal*, May 7, 2002.

ренно — рассказывают именно то, что хотят услышать аналитики. «Аналитики любят истории «с изюминкой», — заметила Флавия Цимбалиста, доктор философии из Бразилии, изучающая влияние неопределенности на поведение людей, в письме, присланном нам по электронной почте. «Иногда, — пишет она, — аналитикам может так понравиться история, что они помогают ей стать правдой, создав условия для притока в корпорацию дешевого капитала. Но порой история настолько нелепа, что рано или поздно это становится очевидным». Некоторые трейдеры добиваются преимуществ, используя свои знания в сфере изящных искусств, чтобы, применив «сценарный анализ», создать увлекательную фэбулу, отмечает она. «Они слушают истории, сочиненные руководителями корпораций и другими участниками рынка, и делают свои ставки в зависимости от того, насколько хороша, по их мнению, та или иная история, и какова вероятность, что она может сбыться».

Учитывая благосклонность аудитории, для топ-менеджеров вполне естественно прихвастнуть, но по-настоящему опасно, если они сами начинают верить в свои истории.

Руководители корпораций Lucent, Enron и Cisco были «еще теми сказочниками». Карли Фиорина из Lucent затеял кампанию по созданию брэнда стоимостью в 90 млн долл., как рассказывалось в статье, анонсированной на обложке *Business Week* от 2 августа 1999 года. Этот брэнд «помог компании трансформироваться из заурядного производителя телефонного оборудования в интернет-корпорацию, поставляющую оборудование для Новой экономики». В рекламе Lucent задавался вопрос: «Кто делает революции в сфере коммуникаций?»\* Через три года акции амбициозной корпорации Lucent потеряли 96% своей стоимости, а инвесторы, лишившись своих денег, задумались о том, что стоило бы, наверное, вложить их во что-то более «заурядное».

---

\* Peter Burrows. HP's Carly Fiorina: The Boss//BusinessWeek, August 2,1999.

Президент корпорации Enron Кеннет Лэй в 1999 году заявил, что стоимость его компании выросла в 90-х годах в девять раз и достигла 40 млрд долл. «Мы добьемся такого же результата в наступающем десятилетии», — предсказывал он, выступая перед топ-менеджерами нефтяных и газовых компаний. Через два года Enron потерпел крах, а его руководители попали под суд за массовое мошенничество. Незадолго до краха Enron, 14 августа 2001 года, Лэй писал по электронной почте своим служащим: «Наши результаты никогда не были лучше, наша модель бизнеса никогда не была более устойчивой, чем сейчас. Сегодня мы — наиболее устойчивая фирма в американском бизнесе». Это письмо через пять месяцев было зачитано во время расследования в Конгрессе.

Фиорина и Лэй вступили на хорошо утоптанную тропу. Президент Cisco Systems Джон Чемберс предсказывал в 1999 году ежегодный рост прибылей своей компании на 30–50%, в реальности за этим последовали подряд четыре квартала, когда прибыли компании снижались более чем на 50%. Поскольку история Cisco — по-настоящему современная трагедия, а Чемберс — образцовый рассказчик, мы расскажем эту историю подробно.

## Сказочник из Cisco

Когда Чемберс был ребенком, он страдал дислексией. Он сумел получить ученые степени в бизнесе и праве, но нелюбовь к чтению сохранил навсегда. Как многие успешные дислексики, он компенсировал это феноменальной памятью. Чемберс очень часто произносил речи, не пользуясь заметками. В начале своей карьеры он работал торговым представителем в корпорации IBM. В статье в *Washington Post* от 5 апреля 2001 года сообщалось, что Чемберс все еще помнит, что сказал ему человек, принимавший его на работу: «Вы продаете не технологию, вы продаете мечту». Он стал отличным торговым представителем IBM, а потом и Cisco, без усталости пропагандируя образ Новой миро-

вой коммуникационной сети, в центре которой — корпорация Cisco. «В этой отрасли есть только одна компания, которая сама определяет свою судьбу — это Cisco», — сказал он корреспонденту газеты *USA Today* в интервью, опубликованном в августе 1996 года, через год после того, как стал генеральным директором этой компании\*. Чемберс был на дружеской ноге с президентом Клинтоном и другими мировыми лидерами, рассказывал им о своем видении Новой сети. В 1998 году журнал *Forbes* поспешил назвать Cisco самой динамичной компанией в США. На обложке *BusinessWeek* от 13 сентября 1999 года Чемберс был назван «Продавцом Интернета номер один»\*\*. «Торговые предложения Чемберса несли отпечаток непобедимости», — писал в репортаже для *The Washington Post* Марк Лейбович.

В сентябре 1999 года, благодаря опционам на приобретение по льготным ценам акций своей компании, 2000 из 17 000 сотрудников корпорации Cisco стали миллионерами. Чемберс использовал свой талант продавца, чтобы снизить текучесть кадров в компании, персонально «раздавая мороженое и леденцы». Но если оставить в стороне разговоры и мороженое, успехи Cisco на рынке оборудования для крупных телефонных компаний объемом в 225 млрд долл. были невелики. В 1999 году Cisco принадлежал всего 1% продаж на рынке телефонного оборудования. Телефонные компании предпочитали покупать у более крупных конкурентов Cisco: у Lucent, которую Чемберс любил презрительно называть «компанией из старого мира», и канадской компании Nortel.

Проигрывая гонку конкурентам, 26 августа 1999 года Cisco соглашается купить за невообразимую цену в 6,9 млрд долл., выплаченных акциями, компанию — производителя оптоволоконного оборудования Cerent. Компания Cerent проработала на рынке два года, и ее персонал составлял всего 285 человек.

---

\* Julie Schmit. Aggressive Chambers Powers Cisco//USA Today, August 13, 1996.

\*\* Andy Reinhardt. Meet Cisco's Mr. Internet//BusinessWeek, September 13, 1999.

В телепрограмме *Sixty Minutes* (Шестьдесят минут) Чемберс заявил телеведущей Дайане Сойер: «Мы собираемся все изменить в этой отрасли».

В начале 2000 года, когда крупные корпорации перестали закупать новые компьютеры и сетевое оборудование «для следующего тысячелетия», стали появляться сомнения относительно будущего роста корпорации, но не у Чемберса. Топ-менеджеры его компании в интервью, опубликованном 9 февраля 2000 года в *The Los Angeles Times*<sup>\*</sup>, продолжали предсказывать годовой рост в 30–50% для компаний с хорошими экономическими показателями.

Но в марте 2000 года беспрецедентный рост акций интернет-компаний прекратился и начался обратный процесс. Акции Cisco, максимальная цена которых 27 марта 2000 года достигла 80,06 долл. за штуку, в следующие 18 дней потеряли 29% своей стоимости. Чемберс оставался оптимистом и сравнивал свою компанию с торговцем оружием в военное время. «Мы — эксперты по всем направлениям, — сказал он в интервью *BusinessWeek* 15 марта 2000 года. — Мы продаем «оружие» всем, кому оно может понадобиться»<sup>\*\*</sup>. В то время как все больше компаний предсказывало более скромный рост, Чемберс продолжал стоять на своем и утверждать, что рост будет 30–50%, полагаясь на то, что в статье от 1 августа 2000 года, опубликованной в журнале *CIO Magazine*, было названо «божественной способностью корпорации Cisco влезать в любую трещинку и щель, в которой можно сделать бизнес, со своей технологией «доступной 24 часа в сутки компьютерной системы учета «virtual close»<sup>\*\*\*</sup>. К несчастью, заказчики, боявшиеся, что им может не хватить компьютерного оборудования из-за бума, вызванного наступлением нового тысячелетия, необоснованно раздули свои заказы. В конце года спрос почти совсем исчез. Альтернатив-

\* Joseph Menn. Cisco Posts 49% Jump in Profit//Los Angeles Times, February 9, 2000.

\*\* Andy Reinhardt. The E-Biz 25//BusinessWeek, May 2000.

\*\*\* Scott Berinato. What Went Wrong at Cisco//CIO Magazine, August 1, 2000.

ные телекоммуникационные компании и дот-комы, которые были главными потребителями продукции Cisco, исчезли с рынка. Переключатели Cisco стали продаваться всего за 15 центов на доллар себестоимости.

Несгибаемый Чемберс продолжал торговать сказками. Выступая 17 января 2001 года в Нью-Дели на съезде Конфедерации индийской промышленности, Чемберс заявил аудитории: «Телефонная связь и передача данных по Интернету станет бесплатной... образование изменится коренным образом под влиянием образовательных программ, доступных во Всемирной паутине (Интернете)... и интернет-бизнес за грядущие пять лет вырастет в пять раз». Мистер Чемберс также сказал, что «Cisco использует опыт всех мировых компаний и всегда была либо первой, либо второй в любом секторе бизнеса, в котором работала за последние четыре года»\*.

6 февраля 2001 года Уолл-стрит стало совершенно ясно, что Cisco не оправдывает ожиданий и не получит обещанных прибылей. «Божественная способность» этой корпорации прогнозировать оказалась мифом. Она объявила 9 марта, о намерении сократить свой персонал на 16%, т.е. ликвидировать 8000 рабочих мест. 22 марта Чемберсу пришлось признать, что рост корпорации, который в ноябре был равен 70%, в январе и феврале не просто прекратился, а стал отрицательным (т.е. объем бизнеса начал уменьшаться). «Никто не снижал свои темпы роста так резко, — заявил он журналисту *The Washington Post*. — Это следствие масштаба нашего бизнеса, того, что мы были самой прибыльной и быстро растущей компанией в истории».

Прибыль снижалась четыре квартала подряд после сорока кварталов непрерывного роста. Фондовый рынок во время пика популярности Cisco оценивал ее стоимость в 532 млрд долл., сделав ее на короткое время самой крупной компанией США.

---

\* Cisco Chief Outlines Vision of the Internet of the Future. Confederation of Indian Industry press release (January 17, 2001).

Однако в марте 2002 года рыночная стоимость Cisco снизилась до 97 млрд долл.

## Хвастовство топ-менеджеров

Наш друг Эд Гросс, который так хорошо просчитывал игру в «блэк-джек», что ему запретили играть в казино Лас-Вегаса (и поэтому он начал новую карьеру, став трейдером по опционам и маркет-мейкером), говорил нам, что азартные игроки, даже очень искусные, входя в казино, заявляли, что они легко добьются успеха, в конце концов всегда проигрывали.

Сходная тенденция и у акций: они падают в цене после того, как топ-менеджеры компании начинают хвастать своими достижениями. Хвастовство — один из симптомов существенного недостатка характера некоторых топ-менеджеров, который можно назвать «А вы были на вершине?» Журнал *Outside* в февральском выпуске 2002 года напечатал поучительную статью о спасательных экспедициях в горах. В этой статье говорилось о том, что, когда альпинист спускается с горы, люди спрашивают его не «Вам понравилось?» или «Вы научились чему-то новому?», а «Вы побывали на вершине?» Желание обязательно взойти на пик, независимо от погодных условий и готовности восходителя, — вот что приводит к катастрофе. Это стало причиной смерти многих знаменитых альпинистов, в том числе и самого Мэллори, чья попытка взойти на Эверест в 1924 году стала фатальной\*.

Оказавшись на вершине, топ-менеджеры, естественно, хотят там остаться. Но именно на вершине самая жестокая конкуренция. Конкуренты немедленно начинают предлагать новую продукцию или использовать новые приемы ее продвижения, а предпочтения потребителей неустойчивы. Если вы поверили, что вы — самый лучший в чем-то, легко вообразить себя непобедимым, а это уже прямая дорога к катастрофе. Топ-менед-

---

\* Nick Heil. Eight Great Blunders//Outside Magazine, February 2002.



жер, который демонстрирует отсутствие разумной скромности, хвастаясь своими достижениями, показывает, что не готов к постоянно меняющейся реальности рынка. Может быть, хвастаться легче, чем тратить энергию на рутинную работу, необходимую для получения прибылей, но иногда это — сознательный прием, скрывающий серьезные проблемы.

Об этом хорошо сказал Альберт Эйнштейн в своей речи о проблемах образования, с которой он выступил в 1936 году в Олбани, шт. Нью-Йорк, опубликованной в книге *Great Ideas in Physics* (Великие идеи в физике): «Стремление к признанию и одобрению — это здоровое стремление, но желание, чтобы вас признали лучшим, более сильным и интеллектуальным, чем ваш коллега-ученый, часто приводит к эгоистическим психологическим установкам, которые могут оказаться вредными и для самого ученого, и для общества»\*.

Желание быть лидером характерно не только для топ-менеджеров. Управляющие инвестиционными портфелями также нередко этим страдают. В ответ на одну из наших колонок-обозрений, которую мы написали для *MSN MoneyCentral*, пришло письмо читателя: «Нидерхоффер — это лучший пример гордыни, которая предвещает падение. Сразу после того, как его признали лучшим управляющим хедж-фондом, он написал в 1996 году книгу, выступал как почетный гость на многих конференциях и скоро оказался в полном забвении».

Нельзя отрицать правоты нашего корреспондента, но мы можем гарантировать, что в будущем Вик уже никогда не будет стремиться стать «номером 1» среди управляющих хедж-фондами. Он уже усвоил, что гонку выигрывает тот, кто бежит «надежно и в ровном ритме». Механика сложных процентов такова, что, если ваши акции будут постоянно приносить прибыль, а потом чуть более 10% этих акций будет продано, вам этого будет вполне достаточно для достижения финансового процветания. Если же вы стремитесь к значительно бо-

---

\* Alan Lightman. *Great Ideas in Physics*. — New York: McGraw-Hill, 2000.

лее высоким прибылям, то и риск возрастет соответственно. Этот дополнительный риск может привести к краху, особенно, если финансовые возможности конкурентов выше ваших.

## Высокомерие и наглость

Мы хотели бы провести четкую границу между смелыми идеями и манией величия. Уверенность в себе необходима для успеха, а высокомерие — это самоуверенность, которая не выдерживает проверки реальностью. Увы, никто из нас не совершенен. Ловушка захлопывается, когда человек, пораженный высокомерием, пытается убедить себя в том, что постоянно должен быть на самом вершине. Для того чтобы обрести чувство уверенности в себе, можно «изменить стандарты, правила и цели или изменить представление о том, что считается успехом», — пишут Майкл Льюис и Роберт Джонсон в статье *Self-Conscious Emotions* (Самоосознаваемые эмоции) в книге *The Encyclopedia of Childhood and Adolescence* (Энциклопедия детства и подросткового возраста)\*.

Отец Вика, Артур (Арти) Нидерхоффер, — очень скромный человек, несмотря на свои многочисленные достижения и как офицера полиции, и как практикующего юриста, и как исследователя, мастерски описал отличие между уверенностью и высокомерием в статье для *Connecticut Law Review*, напечатанной зимой 1970–1971 годов. Арти писал о высокомерном поведении судьи во время процесса, проходившего в Чикаго. Этический кодекс Американской ассоциации юристов призывает судей быть «сдержанными, внимательными, терпеливыми и беспристрастными». Когда адвокат обвиняемого Бобби Скейла попал в больницу, судья Джулиус Дж. Хоффман отказал Скейлу в просьбе перенести слушания по его делу. Он также приказал заключить в тюрьму двух адвокатов без права заменить это постановление штрафом за «неуважение к суду»,

\* Michael Lewis. *Self-Conscious Emotions*//Gale Encyclopedia of Childhood and Adolescence, January 1, 1995.

постоянно прерывал адвокатов защиты и отказывал им практически во всех просьбах. Арти писал:

Как возможно, чтобы федеральный судья был так предвзято настроен против защиты, что готов был «поддержать любые возражения обвинения, даже если они не были заслушаны и поняты», и превратить слушания в юридический фарс? Мы думаем, что самая убедительная причина такого поведения — высокомерие.

В древнегреческой философии в основе концепции справедливости лежало имплицитное представление об определенном богами социальном порядке, в котором у каждого человека есть свое место и своя роль в этом мире. Высокомерие и гордыня расценивались как серьезнейший недостаток характера, из-за которого человек нарушал самые важные социальные нормы и обычаи. Немезида, богиня возмездия, непреклонно наказывала таких нарушителей, и в их жизни, по словам Аристотеля, «счастье сменялось страданием». Это было одной из самых важных тем древнегреческих трагедий, но в третьем международном издании толкового словаря Вебстера, где объясняется значение этого понятия, вы уже не почувствуете подобной трагической ноты. Высокомерие определяется весьма прозаично, как «чрезмерная гордость, самоуверенность и заносчивость».

В еврейском фольклоре мы можем найти похожее понятие — шуцпа (chutzpa), которое обозначает нахальство, дерзость и высокомерие.

И высокомерие (hubris), и шуцпа похожи по смыслу, но какое же между ними отличие? Высокомерие — это свойство цивилизации на пике могущества, когда она оказывается хозяином подвластного ей мира. Ее герои бросают вызов богам-олимпийцам. Мы немедленно вспоминаем Прометея, Сизифа, Агамемнона и Эдипа. Отличие «шуцпа» в том, что это относительно современное понятие, источник которого — опыт жизни в гетто, в слабых, рассеянных и отчужденных еврейских общинах. Высокомерие возникает из осознания своего могущества. Шуцпа — это компенсация своего бессилия.

Высокомерие может быть долгое время скрытым, замаскированным. Часто оно поначалу кажется свидетельством высокой требовательности и честности, которые ведут к успеху, а не фатальной переоценкой собственных сил, предвещающей фиаско. Высокомерие несет с собой почти религиозную ауру, а шуцпа не вызывает подобно-го священного трепета\*.

---

\* Arthur Niederhoffer and Alexander B. Smith. Power and Personality in the Courtroom: The Trial of the Chicago 7//Connecticut Law Review, Winter 1970–1971.

## Это не хвастовство, если вы можете это сделать

Какие различия можно найти между корпорациями-неудачниками, подобными Enron, Cisco и Lucent, не говоря уже о Long-Term Capital Management, Scott Paper и Winstar, и настоящими победителями, такими как компания Genentech, над топ-менеджерами которой, кстати, когда-то потешались, когда они говорили, что будут использовать биотехнологии для производства прибыльных лекарств? Корпорация Genentech сделала как раз то, что обещала, и первой получила разрешение Управления по контролю за продуктами и лекарствами США (FDA) на производство биотехнологических лекарств. Позже эту корпорацию приобрел концерн Roche (после покупки ее акций), по цене, в семь раз превышавшей ее начальную стоимость в 1986 году. Даже после долгого падения акций технологических компаний в конце июня 2003 года среди компаний, входящих в индекс NASDAQ 100, было 23, стоимость акций которых за последние пять лет возросла не менее чем в три раза. А цены акций компаний Qlogic, Echostar, Idec Pharmaceuticals, Medimmune и Amazon.com выросли более чем в шесть раз.

Существует ли метод, позволяющий отличить компании с большими амбициями, которые, действительно, добьются успеха, от тех, которых ожидает конец в стиле древнегреческих трагедий?

Как ученые, конечно же, мы должны были измерить количественные параметры высокомерия. Мы начали с отбора при помощи поисковой системы google.com хвастливых фраз в Интернете. Фразы «Мы — лучшие», «лучшая компания» и «Мы — номер 1» были найдены 100 000 раз. Мы нашли 11 компаний, которые использовали эти «магические фразы», кроме того, мы добавили пару замечательных примеров от Martha Stewart и Priceline.com, хотя их формулировки немного отличались. Потом мы сравнили динамику акций этих компаний с динамикой акций компаний, входя-



щих в индекс S&P 500, с того момента, как появилась в печати «магическая фраза», до конца 2001 года.

Конечно, выборка слишком мала, чтобы рассчитать статистическую достоверность результатов, но итог совершенно удручающий. В среднем результаты «компаний-хвастунов» были на 24% хуже, чем у компаний S&P 500. Пять компаний — Enron, Gateway, Human Genome Sciences, Priceline.com и Sprint-PCS — потеряли более 50% своей стоимости. В табл. 5.1 приведены дата хвастливого высказывания, само высказывание и финансовый результат, к которому пришла компания после того, как оно было сделано.

Возможно, мы и пропустили какие-то хвастливые заявления, но все же постарались представить сведения обо всех компаниях, которые удовлетворяли этим критериям, независимо от того, каковы были их результаты.

После того как мы обнаружили наше исследование «13 хвастунов» в обзоре CNBC Money, мы получили очень необычное письмо от одного из читателей, которое заслуживает того, чтобы его привели полностью:

Я ушел на пенсию из Lucent Technologies, где проработал инженером 30 лет. Я начинал тогда, когда компания еще называлась Western Electric. Корпорация Lucent добилась отличных результатов в производстве на основе передовых технологий. Может быть, не самых блестящих, но всегда прибыльных — это то, что она унаследовала от Western Electric — одной из лучших производственных компаний. За несколько лет, когда компанией управляла AT&T, в нее пришли специалисты по маркетингу и работе с персоналом, которые постепенно вытеснили ветеранов-производственников. В конце концов весь менеджмент компании, включая самый низший уровень, заполнили люди, которые не знали, не понимали и не любили производство и производственников.

Например, в последние дни моей работы в Lucent вице-президент корпорации послал на завод своего секретаря, несколько дней объяснявшего тысяче двумстам его работникам нашу «новую производственную стратегию мирового класса», которая должна была, наконец, помочь нам обогнать конкурентов из Nortel и стать «номером 1». Ходили слухи, что раньше эта молодая женщина работала воспитательницей в детском саду — в очень хорошем детском саду.

Таблица 5.1. 13 компаний-хвостунов

Компании	Дата цитаты	Цитата	Процент изменения к 14.01.02	Разница с S&P 500, %
Continental Airlines (CAL)	18.01.00	Мы — авиакомпания, лучше всего подготовленная к будущему	-27	-5
Dell Computer (DELL)	28.09.00	Мы — номер 1 на рынке в Великобритании, Швеции, Ирландии и Франции	-16	6
Delta Air Lines (DAL)	14.06.01	«Мы лучшие в своем бизнесе!» (из выступления вице-президента компании, объясняющего, почему проект «Интернет в небесах» перспективен)	-31	-25
Enron (ENE)	31.12.99	«Пока мы — ведущая в мире энергетическая компания ... а станем ведущей в мире компаний!» (лозунг, висевший в штаб-квартире компании в конце 1999 года)	-98	-76
Fidelity Nat'l (FNF)	14.06.00	Мы — номер 1. Мы опережаем конкурентов по всем основным финансовым индикаторам	45	68
Gateway (GTW)	26.03.99	Цель Gateway — стать номером 1 в Интернете, но не потому, что мы - самые большие, а потому, что мы - самые лучшие	-80	-69
Human Genome Sciences (HGSI)	7.05.01	Мы — номер 1, по крайней мере по размеру, а в худшем случае — вторые	-52	-42
KPMG Consulting (KCIN)	7.06.01	Мы — лучшие в отрасли	-6	5
LaSalle Hotel Prop (LHO)	2.07.01	Мы самый лучший фонд REIT в 1999 году	-33	-25

Компании	Дата цитаты	Цитата	Процент изменения к 14.01.02	Разница с S&P 500, %
Marta Stewart (MSO)	21.08.01	Я чувствую, что могу гнуть сталь своей интеллектуальной энергией. Если я захочу, то справлюсь с любой задачей	-15	-14
Priceline.com (PCLN)	17.08.99	Компания Priceline возродила ДНК глобального бизнеса и создала «абсолютно новую форму энергии»	-92	-77
Rational Software (RATL)	20.04.00	Мы — самый тщательно охраняемый секрет Уолл-стрит	-38	-17
Sprint-PCS (PCS)	21.07.00	Мы — самая лучшая беспроводная телефонная компания	-71	-48
		<b>Среднее</b>	<b>-39</b>	<b>-24</b>

Она разбила нас, чтобы «улучшить процессы коммуникации», на группы по семь человек в каждой. Участники групп практически не знали друг друга, не работали вместе и имели разные профессии. Потом дала каждому лист бумаги, со схемой-раскраской, и четыре цветных мелка. Нам объяснили, что за следующие четыре часа следует закрасить нужным цветом участки схемы, соответствующие тому или иному элементу новой стратегии. На схеме практически ничего не относилось к производству, большая ее часть была посвящена имиджу компании и планам ее выхода на новые рынки и занятия на них доминирующих позиций после покупки новых высокотехнологических компаний. (В реальности в тот год корпорация Lucent купила и пыталась интегрировать — по большей части безуспешно — 31 новую компанию, многие из которых дублировали нашу продукцию. Одновременно мы ликвидировали наши собственные производственные мощности и ресурсы, которые можно и нужно было модернизировать, чтобы добиться успеха.)

Имейте в виду, что большинство людей, которых «обучали» подобным образом, имели 20 или более лет производственного опыта. У многих были университетские дипломы и/или хорошее техничес-

кое образование. Я сам не олух и не новичок. Я получил степень бакалавра инженерных наук во время вьетнамской войны, когда колледж давали закончить с инженерной степенью только одному студенту из пяти, и лицензию инженера с первой попытки. В середине своей карьеры я получил магистерскую степень в области менеджмента и бизнес-администрирования (МВА) и одновременно по своей инженерной специальности. Кроме того, как и многие другие участники этой «обучающей программы», я не раз переживал сокращение штатов в корпорации, поэтому держал свой рот закрытым.

Но вот один из сотрудников, который поверил всей этой риторике «взаимного доверия», поднял руку и держал ее поднятой так долго, что на него, наконец, обратили внимание. Он задал вопрос об одном из наиболее очевидных ляпсусов, и ему публично объяснили, что компании нужны «командные игроки», которые «открыты к переменам и новым идеям», и, что, может быть, кто-то из его группы «с другим культурным опытом» сможет объяснить ему то, что он не понял.

В известной сказке маленького мальчика, заметившего, что король расхаживает голышом и громко сказавшего об этом, не наказали и не выбрали. Если честные, верящие в свою компанию и знающие свое дело работники берут на себя роль этого маленького мальчика, это обычно наносит ущерб их карьере. Когда же эту роль берет на себя рынок, результаты оказываются катастрофическими для всей компании.

Но как может случиться, что компания, которая целое столетие энергично работала, преуспевала сама и приносила реальную пользу обществу, вдруг увлекается интроспекцией, становится пассивной и занимается самолюбованием, загипнотизированная своим ею же выдуманном фантомом? Единственное объяснение, которое я могу предложить, — это невежество и непреодолимое желание запугивать и устрашать подчиненных.

Я думаю, что гордыня и ее вечный спутник — высокомерие — неминуемо приводят к невежеству. В самом деле, какой смысл учиться, если вы уже эксперт, правда? Но, чего я пока не могу понять, это зачем мы с такой легкостью подавляем и запугиваем других людей, несомненно, компетентных и заинтересованных в успехе корпорации не меньше, чем мы. Возможно, успехи настолько повышают нашу веру в свои способности, что мы начинаем считать, будто игнорировать мнение подчиненных нужно для их же блага. Наверное, гордыня и высокомерие вновь играют свою роль. А, может быть, в глубине души мы подозреваем, что невежество — следствие нашей гордыни — уже загнало нас в ловушку? В любом случае в нас просыпается инстинкт выживания за счет других в тот момент, когда он наименее уместен. Люди — самые странные создания во Вселенной.



Всегда есть противоречие между амбициями, которые подталкивают к совершенству и помогают создавать великие корпорации, и бахвальством, которое побудило Икара лететь слишком близко к солнцу. Наверное, ни одна компания не может лучше проиллюстрировать это заключение, чем Continental Airlines, о которой мы писали в нашем обзоре от 17 января 2002 года под названием «Мы — номер 1» обычно означает «это ненадолго», — поистине ярчайший пример безудержного хвастовства. Мы обратили внимание на Continental, когда они заявили «Мы — авиакомпания, лучше всего подготовленная к будущему». Директор компании по отношениям с общественностью мигмом прислал нам письмо: «Что же мы можем сделать? Голосование признало нас лучшими: мы лучше других обслуживаем пассажиров, компания хорошо управляется. Неужели это, действительно, делает нас компанией, чьи акции нужно продавать, играя на понижение, как вы предполагаете в вашей статье?» На самом деле мы специально сказали, что не рекомендуем играть на понижение против хвастающихся успехами компаний. Мы вообще редко это рекомендуем, учитывая тенденцию рынка к росту. Тем не менее акции Continental в последующие шесть месяцев упали на 61%.

## Поиски скромности

Для того чтобы сделать наше исследование роли высокомерия более полным, мы решили поискать скромных топ-менеджеров. Мы стремились найти корпоративные аналоги для таких спортивных знаменитостей, известных своей скромностью, как теннисист Пит Сампрас, бейсболист Спарки Андерсон, игрок в американский футбол Уолтер Пэйтон, баскетбольный тренер Майк Кшишевски и хоккеист Уэйн Гретцки. Мы искали компании, топ-менеджеры которых могли бы, подобно Андерсону, заявить: «Мой папа сказал мне: «Сын, будь приветлив ко всем, с кем встретишься, и относись к ним так, будто они важные персоны». Компании, чьи топ-менеджеры вме-

сто того, чтобы распускать хвост и надуваться после каждой удачи, просто кивнут головой, как это делает Сампрас, выиграв сложный мяч. «Он настолько сконцентрирован на игре, что я почти никогда не видел, чтобы он улыбался», — заметил один из болельщиков Сампраса.

Мы нашли только 10 подобных компаний, после того как просмотрели сотни тысяч статей, опубликованных за последние три года, отбирая сочетания категории «топ-менеджер» с такими эпитетами, как «не выпячивает себя», «практичный», «скромный» и «непритязательный». Это Allstate, Biomet, Costco Wholesale, Electrolux, Lockheed Martin, Wal-Mart Stores, Weyerhaeuser и White Mountains Insurance. (В список вошли также компании AOL Time Warner и Computer Associates, которые вскоре попали под федеральное расследование по обвинению в мошенничестве с бухгалтерскими отчетами. Опля! Это напоминает замечательное высказывание Голды Мейр: «Не скромничайте. Вы пока еще не великие люди, чтобы скромничать».)

Мы сравнили деятельность и результаты этих компаний с результатами компаний из S&P 500. Оказалось, что показатели «скромных» были лучше средних на 40%, если учитывать период с момента появления статей о них до 21 января 2002.

«Скромные» компании привлекли к себе внимание в октябре 2001 года, когда появилось исследование Джеймса С. Коллинза *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap and Others Don't* (Из хороших в великие: Почему одним компаниям это удается, а другим — нет)\*.

Коллинс нашел 11 компаний — Abbott Laboratories, Circuit City, Fannie Mae, Gillette, Kimberly-Clark, Kroger, Nucor, Philip Morris, Pitney Bowes, Walgreen и Wells Fargo, для которых характерен прагматический, внимательный к каждой детали стиль работы, превративший их в великие корпорации. Он обнаружил,

---

\* James C. Collins. *Good to Great: Why Some Companies Make the Leap and Others Don't*. — New York: HarperCollins, 2001.

что прибыли этих компаний в семь раз выше средних за 15 лет, прошедшие с того времени, как они вошли в число великих. Доллар, в 1965 году инвестированный в компании, которые проделали путь из хороших в великие, сейчас уже принес прибыль в 471 долл. против 56 долл. в среднем для рынка. Иными словами, прибыли этих компаний почти в восемь раз выше средних.

## Знаменитости обходятся слишком дорого

Топ-менеджеры этих компаний всегда держатся в тени. «Есть прямая взаимосвязь между отсутствием знаменитостей и переходом компаний из разряда хороших в великие, — сказал Коллинз в интервью, опубликованном в октябре 2001 года в журнале *Fast Company*. — Почему? Во-первых, когда у вас есть знаменитость, компания превращается «в одного гения и тысячу помощников». Создается впечатление, что все зависит только от генерального директора. На более глубоком уровне мы обнаружили, что для того, чтобы руководители сделали что-то действительно великое, их амбиции должны быть направлены на успех дела и на пользу корпорации, а не на достижение собственного величия»\*.

Метод исследования, примененный Коллинзом, требовал огромных усилий. Пять лет ушло на работу над книгой. Коллинзу помогали еще 21 исследователь, которых он с любовью называет «мои шимпанзе». Понадобилось шесть месяцев и масса машинного времени только для того, чтобы найти подходящие компании. Мы должны отметить, что поскольку Коллинз отбирал компании в первую очередь по отличным результатам на рынке, они, естественно, такие результаты продемонстрировали. Это недостаток исследования, потому что, строго говоря, согласно научным критериям, его результаты нельзя обобщать и использовать для прогноза, предполагая,

---

\* Web-Exclusive Interview: Good Questions, Great Answers//Fast Company, October 2001. Available from <http://www.fastcompany.com/online/51/goodtogreat.html>.

что топ-менеджеры и компании, обладающие качествами, указанными Коллинзом, в будущем добьются лучших результатов, чем случайно отобранная группа компаний.

Коллинз учитывал данные по июнь 2001 года. Мы вооружились карандашом и бумагой и дополнили его разработки сведениями до февраля 2002 года (табл. 5.2)

Средний результат этих 10 компаний за восемь месяцев составил  $-3,2\%$  (падение), что лучше, чем средний результат компаний S&P 500, у которых падение составило  $24,1\%$ , в период одного из самых значительных спадов рынка в истории.

Мы хотели бы верить, что разница в результатах, обнаруженная Коллинзом, проявится и на более длительном промежутке времени. Есть что-то некрасивое и противоречащее природе бизнеса в том, чтобы рассказывать, насколько вы лучше, чем другие, вместо того, чтобы сконцентрироваться на реальной работе и стремиться к совершенству.

**Таблица 5.2. Результаты компаний, ставших из «хороших великими», за период с 30 июня 2001 года по 30 февраля 2002 года**

Компания	Изменения, %
Abbott Laboratories	-18,2
Circuit City	-2,8
Fannie Mae	-12,2
Gillette	8,4
Kimberly-Clark	3,9
Kroger	-23,9
Nucor	12,4
Philip Morris	-4,2
Pitney Bowes	-7,0
Walgreen	3,3
Wells Fargo	5,7
<b>В среднем</b>	<b>-3,2</b>
S&P 500	-27,3

## Что же такое скромность?

К несчастью, признаки скромности обнаружить гораздо труднее, чем признаки высокомерия. Индикаторов скромности может быть очень много, а вот гордыня и высокомерие проявляются более стереотипно и предсказуемо. Кроме того, как однажды отметил Диззи Дин: «Если вы это действительно можете сделать — это уже не хвастовство». Английский шахматный гроссмейстер Найджел Дэвис отметил, что Хосе Рауль Капабланка, чемпион мира по шахматам с 1921 по 1927 год и один из самых талантливых людей своего времени, однажды сказал о своих соперниках: «Когда я разделяюсь с ними, обыгрывая одного за другим, мое превосходство становится очевидным»<sup>\*</sup>.

Дэвис комментирует: «Было ли это высокомерием? Скорее, констатацией факта. Меня больше беспокоит показная скромность, чем показное высокомерие. Те, кто притворяются скромными, одновременно и высокомерны, и лживы».

Да, абсолютно точно. Одна из компаний, упоминания о скромности которой мы чаще всего находили при помощи поисковых систем, это Berkshire Hathaway. Но именно генеральный директор этой компании, Уоррен Баффетт, сделал следующее замечание, опубликованное 22 ноября 1999 года в журнале Fortune:

Взвесив все, я понял, что хотел бы оказаться в Китти Хоук в 1903 году, когда Орвилл Райт в первый раз в истории поднялся в воздух на своем самолете. Если бы я был достаточно прозорлив и у меня хватило бы духа, я должен был бы ради будущих капиталистов сбить его самолет. Я имею в виду, что даже Карл Маркс не нанес капиталистам такого ущерба, как Орвилл... В 1919–1939 годах было около трехсот авиастроительных компаний, а сегодня их не наберется и дюжины.

Очевидно, «величайший в мире инвестор» настолько уверовал в свою непогрешимость, что решил помочь богам, наказав современных Икаров за их стремление парить в воздухе.

---

\* Jose Raul Capablanca. My Chess Career, rev. ed. — Mineola, NY: Dover Publications, 1966.

## Небоскреб как индикатор проблем

*В двадцать первом столетии, как и во времена фараона Хеопса, будут строиться все более и более высокие здания. Будут прилагать огромные усилия, в которых нет экономического смысла, потому что богатые и могущественные все еще находят удовольствие демонстрировать столь традиционным путем, что им удалось взобраться на самый верх мусорной кучи.*

Уильям Дж. Митчелл.

Нам все еще нужны небоскребы?\*

Слишком часто компания, страна или цивилизация строит высокое роскошное здание, а вскоре после этого происходит катастрофа. Начнем с Вавилона: шел примерно 2800 год до нашей эры, когда завоеватель Нимрод решил построить «башню до небес, которая бы прославила нас». Господь, как рассказывается в Книге Бытия, сделал так, чтобы строители заговорили на разных языках, перестали понимать друг друга, и стройка так никогда и не закончилась.

В современности то здесь, то там пейзаж «оживляют» примеры строительства гигантских зданий, каждое из которых предвещало будущую катастрофу. Можно вспомнить грандиозные башни, построенные в Юго-Восточной Азии как раз перед финансовым крахом 1997 года. Самые высокие в мире на сегодняшний день башни Петронас в столице Малайзии Куала-Лумпуре были завершены в том самом 1997 году, когда стоимость акций малайских компаний упала на 50%. Самый большой в мире видеодисплей, принадлежащий NASDAQ, был торжественно открыт 28 декабря 1999 года. Он помещается на обошедшейся в 37 млн долл. башне MarketSite Tower, расположенной на Манхэттене в Нью-Йорке, на Таймс-сквер. Через три месяца началось снижение индекса

\* William J. Mitchell. Do We Need Skyscrapers?//Scientific American, December 1997.

NASDAQ Composite, который за полтора года упал на 70%. Корпорация Enron почти закончила строительство роскошного здания в Хьюстоне, в котором только торговый зал занимал восемь этажей, когда была объявлена банкротом в 2002 году.

«Меня совершенно одурачило [относительно реального финансового положения корпорации Enron] их прекрасное здание, — писал нам Джон Ньюбегин, создатель веб-сайта, посвященного небоскрегам (nyskyscrapers.com). — Они производили впечатление наиболее процветающей из всех энергетических компаний, которые я видел, если судить по этому строению. Я был уверен, что они в отличном положении, что у них масса новых технологий и объектов инфраструктуры по всем Соединенным Штатам».

Как мы уже писали в 2002 году, новое «самое высокое здание в мире» — Шанхайский Мировой финансовый центр — строится в Китае. Планируется строительство еще более высокого здания в Индии. Инвесторам, которые вложили деньги в развивающиеся рынки, нужно быть настороже.

Наш друг Дон Сискинд, один из самых уважаемых адвокатов по недвижимости на Уолл-стрит, указал нам на здание компании Lloyd в Лондоне, на офис Drexel Burnham Lambert в здании Всемирного Торгового Центра и здание сберегательного банка David Paul в Майами как характерные примеры. «Все вышеупомянутые здания более или менее напоминают своей формой фаллический символ», — отметил он.

Великолепное новое здание, действительно, может придать компании импульс. Как отмечал один из топ-менеджеров компании Alcoa в интервью журналу Architectural Forum:

Мы привыкли думать о себе, как о степенной, консервативной компании. Посмотрите на нас сейчас! Работа в самом оригинальном офисном здании в США неожиданно превратило нас в дерзких и молодых экспериментаторов. Я думаю, мы все воспряли духом\*.

---

\* Alcoa executive's Architectural Forum interview, cited in Judith Dupre, *Skyscrapers: A History of the World's Most Famous and Important Skyscrapers* — New York: Black Dog & Leventhal, 2001.

## Мнение архитектора

Для того чтобы глубже разобраться в этом феномене, мы проконсультировалась у Уильяма Митчелла, декана факультета архитектуры и планирования Массачусетского технологического института (MIT). Мы взяли у него интервью и переписывались с ним по электронной почте. В статье под названием «Нам все еще нужны небоскребы?», опубликованной в 1997 году в *Scientific American*, Митчелл утверждает, что компьютерная и телекоммуникационная революции отменили необходимость хранить бумаги и собирать массу клерков в огромных зданиях в центре города. После разрушения в Нью-Йорке башен-близнецов Всемирного Торгового Центра 11 сентября 2001 года эта идея кажется провидческой.

Мы встретились с профессором Митчеллом в его офисе, заставленном «небоскребами» книжных полок в два раза выше человеческого роста. (Такое интенсивное использование капитала в форме книжных полок на ценном и ограниченном офисном пространстве может быть хорошей иллюстрацией одного из важнейших законов городской экономики: чем дороже земля, тем более выгодно строить высотные сооружения, чтобы в них концентрировался труд и капитал.) Оказалось, что у профессора много постов и занятий, так же как и оригинальных теорий. Он каждый год или два пишет новую книгу, а кроме того, выполняет обязанности декана, ведет несколько курсов лекций, является архитектурным советником президента MIT по вопросам строительства огромного, стоящего полмиллиарда долларов Центра компьютерных технологий, информатики и искусственного интеллекта.

Атака на Всемирный Торговый Центр, как сказал Митчелл, высветила еще один аргумент против небоскребов: соображения безопасности. Опасность природных катастроф также нужно учитывать.

Беседа оживилась, когда Вик, который назвал своих шестерых дочерей в честь героев романов писательницы и филосо-



фа Айн Рэнд\*, спросил Митчелла, что он думает об архитекторе Говарде Рорке, герое ее романа *The Fountainhead* (Источник). Митчелл в ответ напомнил финальную сцену этого романа, когда Рорк гордо стоит на самой вершине гигантского небоскреба, построенного по его проекту, и глядит сверху вниз на смертных, копошащихся далеко внизу, и назвал это примером «абсурдной мегаломании». Митчелл сказал, что Рорк воспринимает архитектуру как чистое и героическое выражение его индивидуальной воли. Он продолжал: «Я более склонен считать, что великая архитектура создается тогда, когда архитектор внимательно прислушивается к людям, разбирается в нюансах, проблемах и путанице обыденной жизни, тщательно решает реальные проблемы и ведет себя скромно».

Мы попросили Митчелла привести примеры, подтверждающие его утверждение, что небоскребы становятся нефункциональными, и, поскольку его дочь училась в Школе бизнеса Стерна в Нью-Йоркском университете, попросили его представить, что он должен произнести напутственную речь на выпускной церемонии на тему о том, какие уроки развитие архитектуры может дать инвесторам.

«Небоскребы, — сказал Митчелл, — строятся для того, чтобы использовать высокий уровень концентрации инфраструктуры и населения в крупных городах». Земля в центре города стоит очень дорого, отсюда заинтересованность в том, чтобы построить очень высокое здание и получить максимальные прибыли на свои инвестиции. «Но, чем выше ваше здание, тем выше с каждым этажом затраты на конструкцию (чтобы сделать здание устойчивым и прочным) и на вертикальную циркуляцию (лифты, трубопроводы, кабели). Независимо от того, насколько дорога земля, с определенной высоты дополнительные этажи становятся убыточны с экономической точки зрения. Технологически их можно построить, но, если вы это делаете, мотивами постройки будет не выгода, а лишь гордыня и

---

\* Ayn Rand. *The Fountainhead*. — New York: Penguin Books, 1971.


престиж или желание похвастаться тем, что «наш небоскреб самый высокий». Башни-близнецы Всемирного Торгового Центра на Манхэттене или башни Петронас в Куала-Лумпуре — очевидный пример небоскребов, высота которых превысила экономически обоснованный уровень в чисто рекламных целях».

«Инвесторам, — продолжал Митчелл, — стоит осторожно относиться к организациям, которые борются за титул «самых высоких». Я подозреваю, что стремление стать «самыми высокими» — это типичный пример высокомерия и гордыни топ-менеджеров. Я бы присматривался не только к «самым высоким в мире», но и к «локальным гигантам» — самым высоким в стране, штате или городе. Еще я бы обратил внимание на демонстративно высокие здания в тех местах, где плотность застройки и стоимость земли совершенно не вынуждают к строительству небоскребов. Небоскребы гораздо уместнее в Гонконге, чем в штате Омаха».

«Когда речь идет о зданиях, — заметил он в заключение, — больше — обычно значит лучше, но вот самый большой — как раз не значит самый лучший».

## Наилучшее использование или похвальба?

Несмотря на привлекательность и убедительность предположений профессора Митчелла и большое уважение, которые мы к нему питаем, он с нами согласился, что количественный тест его предположений был бы полезным.



В конце концов, есть компании, которые строят высотные здания не из-за гордыни, а просто для нормального развития своего бизнеса. Вопрос в том, являются ли очень высокие здания, построенные в центре города, проявлением высокомерия, которое будет наказано фондовым рынком, когда стоимость акций корпораций, владеющих ими, упадет, или же такие здания — рациональная попытка извлечь выгоду при использовании очень дорогой земли, создавая для банкиров, юристов, бухгалтеров и трейдеров удобную возможность

встречаться лицом к лицу и обсуждать насущные проблемы, не выходя за пределы здания.

И вот мы снова вооружились нашим любимым инструментом — карандашом и стали делать расчеты на обратной стороне конверта. Мы настоятельно рекомендуем этот подход для тестирования не только гипотез об очень высоких зданиях, но и любых теорий или распространенных представлений о рынках.



Для своего теста мы использовали список 100 самых высоких небоскребов в мире, опубликованный Советом по высоким зданиям и городской среде обитания, и отобрали из него здания компаний-владельцев, акции которых котируются на бирже. Расчеты показали, что, если оценивать результаты за один, два и три года после окончания строительства здания, акции этих компаний показали результаты хуже, чем средние значения для компаний, включенных в индекс Доу–Джонса на 9, 19 и 22% соответственно (табл. 5.3).

То, что произошло за последнее десятилетие с азиатскими небоскребами, — дополнительный аргумент в пользу точки зрения Митчелла. Еще в 1990 году 50 самых высоких зданий мира находились на территории США. В 2002 году, после разрушения 11 сентября 2001 года Всемирного Торгового Центра в Нью-Йорке, в первой десятке самых высоких зданий мира шесть мест занимают небоскребы, построенные в Азии. Нам не нужно тратить много слов на рассказ о том, какими тяжелыми оказались 1990-е годы для азиатских компаний.

На самом деле ситуация для компаний, строящих небоскребы, еще хуже, чем может показаться на первый взгляд. Многие из небоскребов, которые во время постройки были одними из самых высоких в мире, уже снесены или разрушены. В большинстве случаев подобная же печальная судьба ожидала и компании, которые их строили. Например, небоскреб компании Singer, построенный на Манхэттене в 1908 году, небоскребы Manhattan и Central, оба построенные в 1930 году, и небоскреб New York World, построенный в 1890 году, уже не существуют.

**Таблица 5.3. Что происходило с акциями компаний после того, как они строили высочайшие в мире здания (изменения стоимости акций через один, два и три года после окончания строительства в сравнении с изменениями значений индекса Доу)**

Компании, построившие высотные здания	Дата оконча- ния строи- тельства	Изменения после окончания строительства, %		
		через 1 год	через 2 года	через 3 года
<b>Commerzbank (CBK.GR)</b>	<b>1997</b>	<b>-21</b>	<b>-11</b>	<b>-29</b>
Индекс Доу-Джонса		16	44	36
<b>NationsBank (Atlanta) (NB)</b>	<b>1993</b>	<b>-4</b>	<b>42</b>	<b>103</b>
Индекс Доу-Джонса		2	36	72
<b>NationsBank (Charlotte, N.C.) (NB)</b>	<b>1992</b>	<b>-7</b>	<b>-10</b>	<b>33</b>
Индекс Доу-Джонса		13	15	54
<b>Suntrust Banks (STI)</b>	<b>1992</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>57</b>
Индекс Доу-Джонса		13	15	54
<b>U.S. Bank</b>	<b>1992</b>	<b>9</b>	<b>18</b>	<b>76</b>
Индекс Доу-Джонса		13	15	54
<b>Mellon Bank (MEL)</b>	<b>1991</b>	<b>52</b>	<b>52</b>	<b>32</b>
Индекс Доу-Джонса		5	18	21
<b>AT&amp;T(T)</b>	<b>1989</b>	<b>-35</b>	<b>-14</b>	<b>12</b>
Индекс Доу-Джонса		-4	15	21
<b>IBM (IBM)</b>	<b>1988</b>	<b>-23</b>	<b>-7</b>	<b>-27</b>
Индекс Доу-Джонса		27	21	46
<b>Bank One</b>	<b>1987</b>	<b>-7</b>	<b>35</b>	<b>16</b>
Индекс Доу-Джонса		12	42	36
<b>NationsBank Plaza, Dallas (NB)</b>	<b>1985</b>	<b>-49</b>	<b>-61</b>	<b>-40</b>
Индекс Доу-Джонса		23	25	40
<b>NationsBank Center, Houston (NB)</b>	<b>1984</b>	<b>26</b>	<b>-35</b>	<b>-51</b>

Компании, построившие высотные здания	Дата оконча- ния строи- тельства	Изменения после окончания строительства, %		
		через 1 год	через 2 года	через 3 года
Индекс Доу-Джонса		28	56	60
<b>First Interstate Bank</b>	<b>1983</b>	-3	26	24
Индекс Доу-Джонса		-4	23	51
<b>Transco</b>	<b>1983</b>	35	42	11
Индекс Доу-Джонса		-4	23	51
<b>Citicorp</b>	<b>1977</b>	-12	-8	-18
Индекс Доу-Джонса		-3	1	16
<b>John Hancock</b>	<b>1976</b>	-11	-18	-28
Индекс Доу-Джонса		-17	-20	-17
<b>Sears (S)</b>	<b>1974</b>	-3	13	-3
Индекс Доу-Джонса		38	63	35
<b>First Interstate Bank</b>	<b>1974</b>	0	7	33
Индекс Доу-Джонса		38	63	35
<b>Amoco</b>	<b>1973</b>	0	-5	5
Индекс Доу-Джонса		-28	0	18
<b>Transamerica</b>	<b>1972</b>	-35	-56	-55
Индекс Доу-Джонса		-17	-40	-16
<b>USX (X)</b>	<b>1970</b>	-13	-11	-9
Индекс Доу-Джонса		6	22	1
<b>Bank of America</b>	<b>1969</b>	-17	-10	17
Индекс Доу-Джонса		5	11	27
<b>General Electric (GE)</b>	<b>1933</b>	0	18	40
Индекс Доу-Джонса		4	44	80
<b>Chrysler</b>	<b>1930</b>	-29	-43	1
Индекс Доу-Джонса		-53	-64	-39
<b>Woolworth's</b>	<b>1913</b>	1	-2	5
Индекс Доу-Джонса		-31	26	21

Компании, построившие высотные здания	Дата оконча- ния строи- тельства	Изменения после окончания строительства, %		
		через 1 год	через 2 года	через 3 года
Среднее изменение цены акций компаний за первый год, %	-5,7			
Среднее изменение индекса Доу за первый год, %	3,3		9	
Среднее изменение цены акций компаний за второй год, %	-1,2			
Среднее изменение индекса Доу за второй год, %	18,3		19,5	
Среднее изменение цены акций компаний за третий год, %	8,2			
Среднее изменение индекса Доу за третий год, %	30,3		22,1	

Разница  
(процент-  
ные  
пункты)

Одна из проблем для архитектуры вообще и высотных зданий в частности заключается в том, что судьба и потребности компании-заказчика за годы, которые проходят от разработки проекта до его воплощения, могут существенно измениться. Здания, которые проектировались для того, чтобы дать возможность лучшим юристам, инженерам, финансистам и бухгалтерам обмениваться своими идеями в процессе непосредственного общения, оказались устаревшими в эру, когда большинство таких специалистов предпочитают работать в каком-нибудь «райском местечке» за городом и использовать современные средства телекоммуникации, а не бороться с дорожными пробками, пробираясь два часа в центр города. Архитектура, как видим, подвержена



постоянно изменяющимся циклам развития, как и финансовый рынок.

Рассмотрев эти доводы, можно сделать вывод: эмпирические данные поддерживают гипотезу о том, что высокомерие, побуждающее строить небоскребы, — признак будущего падения акций компаний.

## Фотография на обложке журнала как тревожный индикатор

Как сказал наш друг, адвокат из штата Флорида Уильям Харрелл: «Высокомерие из кожи вон лезет, чтобы заявить о себе, а скромность — нет». Поскольку пресса всегда интересуется лидерами компаний, которые любят поговорить, мы решили проверить, как появление фотографий топ-менеджеров на обложке бизнес-журналов влияет на успешность деятельности их компаний. Журналист Пол Кругман в своей статье о руководителе корпорации Enron Кеннете Лэе, опубликованной в *The New York Times* 17 августа 2001 года, написал: «Если боги уготовили кому-то погибель, они сначала поместят его портрет на обложку *Business Week*»\*. Кругман не привел аргументов в поддержку этого предположения, но в своем характерном стиле использовал отдельные примеры, чтобы призвать меньше полагаться на рынок и усилить государственное регулирование.

В действительности, многие топ-менеджеры добились отличных результатов после того, как стали героями *Business Week*. Чтобы сделать какой-то определенный вывод, нужно составить список всех компаний, руководители которых появлялись на обложках престижных деловых журналов, и проследить результаты деятельности возглавляемых ими компаний за достаточно длительный промежуток времени, следующий за публикацией их фотографии.

---

\* Paul Krugman. Enron Goes Overboard//New York Times, August 17, 2001.

Сразу можем сказать, что наше исследование, посвященное тем, кто получил награду «Человек года» журнала *Time*, присуждавшуюся с 1926 года, подтверждает гипотезу «об обреченности высокомерных». Первой компанией, лидер которой получил эту награду в 1928 году, был Chrysler. На следующий год журнал *Time* отметил Оуэна Янга, президента корпорации General Electric. Обе компании за последующие два года после публикации потеряли более 70% своей рыночной стоимости. Самым последним топ-менеджером, получившим эту награду 27 декабря 1999 года, был Джеффри Безос, основатель Amazon.com. Акции этой компании, торгующей книгами и компакт-дисками через Интернет, через год упали на 80%.

Похоже, что лидеры компаний могут попасть на обложку журнала только в периоды бычьего рынка. Это удалось Харлоу Херберту Кертису, президенту General Motors, в 1955 году, Теду Тернеру, основателю CNN, в 1991 году и Энди Гроуву, президенту и генеральному директору Intel, в 1997 году. В среднем показатели шести компаний, лидеры которых получили награду, в следующие два года снизились на 10%, в то время как индекс S&P 500 в те же годы в среднем вырос на 20%.

Поскольку *BusinessWeek* и *Time* дают слишком мало наблюдений, чтобы сделать статистически достоверные выводы, мы также исследовали каждую компанию, анонс о которой появлялся на обложке *Forbes* с 1997 по 2001 год. Результаты продемонстрировали, что эти компании в следующий после публикации месяц показывают результаты на 5% худшие, чем в среднем по рынку, а в последующие пять месяцев — средние. Снижение результатов в первый месяц после публикации статистически достоверно, так как вероятность того, что это происходит случайно, ниже 1 к 20.

## **Тревожный индикатор — стадионы, названные в честь корпораций**

Если речь заходит о корпоративных эксцессах, люди сразу вспоминают о стадионах, названных в честь компаний. Пос-



ледний яркий пример подобного рода произошел 27 февраля 2002 года, когда корпорация Enron после объявления о своем банкротстве была вынуждена продать за 2,1 млн долл. свои права на название стадиона Enron Field компании Houston Astros, не пожелавшей продлить контракт, по которому могла за 27 лет получить от Enron 100 млн долл. «Enron обанкротился и причинил очень много боли своим работникам и людям, которые вели с ним бизнес, — объяснял своей решение владелец компании Astros и одноименной футбольной команды Дрэйтон Маклэйн во время пресс-конференции. — Название этой компании теперь не вызывает положительных ассоциаций»\*.

Несчастья, связанные с присвоением стадионам имени компании, отметили не только мы. *The Wall Street Journal* под впечатлением от разворачивающегося вокруг корпорации Enron скандала напечатал в декабре 2001 года большую статью о фатальной закономерности. Она проявляется в том, что компании, назвавшие стадионы своим именем, вскоре после этого или становятся банкротами, или испытывают существенные финансовые трудности, или их рыночная стоимость резко снижается. Из-за «проклятья стадионов» корпорации Enron, TWA, PSINet и Fruit of the Loom обанкротились, а корпорации CMGI Inc., Savvis Communications, 3Com и Consec хотя и выжили, но потеряли довольно много — их рыночная стоимость снизилась на 85–92%\*\*.

Крис Айсодор, спортивный обозреватель *CNN/Money*, рассчитал индекс стоимости акций Спонсоров Стадионов после банкротства корпорации Enron. Этот индекс включает 50 компаний, акции которых котируются на бирже, заплативших за то, чтобы стадионы были переименованы в их честь.


---


\* Jeffrey Tomich. Enron to Sell Ballpark Naming Rights for \$2.1 Million// Bloomberg News, February 27, 2002.

\*\* Stadium Jinx: What to Call Enron Field? “Enron Folds”, Maybe//Wall Street Journal, December 4, 2001.

За 52 недели, предшествующие 30 ноября 2001 года, индекс Спонсоров Стадионов снизился на 19% — на 7% больше, чем индекс S&P 500 за тот же период.

Корпорации болеют той же болезнью, что и инвесторы. Когда они преуспевают, то пытаются «дотянуться до солнца». Затея со стадионами — это не только пример неоправданных расходов, которые никак не связаны с основной деятельностью компании. Это сигнал хвастовства и чрезмерной гордыни, а в результате — потеря концентрации.

К сожалению, все исследования проблемы стадионов, которые мы знаем, построены на отдельных примерах.  Списки стадионов и компаний-спонсоров неполны, источники информации не приводятся, а те примеры, когда дела компаний после переименования стадионов в их честь идут хорошо, просто игнорируются. Корпорации Qualcomm (San Diego Padres\*), General Motors (Vancouver Canucks), PepsiCo (Denver Nuggets), Compaq Computer (Houston Rockets) все спонсируют стадионы, переименованные в их честь, и чувствуют себя совсем неплохо.

Мы провели систематическое исследование «проклятия стадионов». В *Almanac of Architecture & Design* есть данные обо всех бейсбольных, футбольных, хоккейных и баскетбольных стадионах высших профессиональных лиг, включая стоимость, вместимость, архитектурные особенности и дату открытия\*\*.  На веб-сайтах компаний мы нашли даты переименования стадионов в их честь. А потом составили таблицу (табл. 5.4), в которую была включена 31 компания и представлены данные о ее финансовых результатах за три года после даты переименования стадиона. Результаты расчетов показали, что в год переименования и на следующий год эти компании показывали существенно бо-

\* В скобках указано название команды, которая играет на этом стадионе.

\*\* James P. Cramer, ed. *Almanac of Architecture and Design*. — Norcross, GA: Green-way Consulting, 2002.

лее слабые результаты, чем компании S&P 500 в среднем. Однако результаты во второй и третий год после переименования стадиона совпадали со среднерыночными или даже превышали их. Надо сказать, что этому сильно способствовало повышение цены акций компании Qualcomm на 2680% на второй год после переименования стадиона в ее честь.

Как и любые покупки в обыденной жизни и на финансовых рынках, покупка компании может быть удачной или неудачной. Удачная продажа для бывшего владельца проданной компании означает приток наличности и прибыль — основной и абсолютно оправданный стимул для того, чтобы создавать новые компании. Для покупателя удачная покупка дает возможность экономии на затратах, улучшения маркетинговых показателей или более выгодные инвестиции капитала по сравнению с инвестициями в компанию, которой он уже владеет.

В некоторых случаях для продавца такая сделка — это отчаянная попытка избавиться от убыточной собственности, а для покупателя — возможность создать иллюзию повышения прибыльности компании за счет покупки.

Должны заметить, что большинство покупателей никогда и не пытаются использовать приобретенные компании для таких манипуляций, но некоторые топ-менеджеры считают, что постоянные покупки других компаний дают возможность продемонстрировать ежеквартальный рост прибылей, который так любят аналитики. Поэтому такие топ-менеджеры готовы делать даже плохо обоснованные с экономической точки зрения покупки, лишь бы получать временные преимущества.

И действительно, ничто так не увеличивает возможность компании манипулировать прибылями, как серия покупок. Одним росчерком пера финансовый директор может сделать из вновь приобретенной компании «рог изобилия», превращая в прибыли компании-покупателя доходы, пенсионные отчисления, отчисления на медицинскую страховку и другие активы, находящиеся на балансе купленной фирмы.

**Таблица 5.4. Индикатор «стадионы»: переименование и доходность акций**

Стадион	Иден-тифи-катор	Дата пере-имено-вания	Разница с доходностью индекса S&P 500, %			
			Год пере-имено-вания	Через 1 год	Через 2 года	Через 3 года
The Target Center	TGT	1990	-3,5	-20,8	-4,2	-27,3
The Delta Center	DAL	1991	-7,7	-40,7	-43,3	-48,5
America West Arena	AWA	1992	-86,0	28,0	666,6	1502,8
The United Center	UAL	1994	-38,6	-9,8	12,4	45,4
Coors Field	RKY	1995	-2,0	-47,9	-12,8	69,3
The Fleet Center	FBF	1995	-8,2	-7,2	20,7	8,4
General Motors Place	GM	1995	-8,6	-28,9	-59,0	-88,3
Key Arena	KEY	1995	10,9	40,7	72,0	-11,6
Trans World Dome	TWA	1995				
3com Park	COMS	1995	46,7	123,3	-75,8	-93,8
Continental Airline Arena	CAL	1996	9,6	63,7	-45,6	-34,5
Ericsson Stadium	ERICY	1996	34,5	33,8	45,9	435,2
Edison International Field	EIX	1997	5,8	-25,7	-66,6	-99,6
Qualcomm Stadium	QCOM	1997	-4,4	-33,1	3414,4	1507,6
Alltel Stadium	AT	1997	-0,1	24,7	65,2	20,8
Network Associates Coliseum	NET	1998	61,3	-75,7	-124,2	-45,0
Bank One Ballpark	ONE	1998	-23,3	-86,6	-61,9	-39,2
American Airline Arena	AMR	1998	-34,3	-47,1	0,3	-40,7
Safeco Field	SAFC	1999	-61,6	-30,8	-20,9	
Conseco Fieldhouse	CNC	1999	-61,1	-64,2	-78,8	
Pepsi Center	PEP	1999	-33,3	13,8	25,7	
Staples Center	SPLS	1999	-48,3	-66,8	-29,2	
Adelphia Coliseum	ADLAC	1999	23,9	5,4	-25,2	
Fedex Field	FDX	1999	-27,7	-17,8	22,9	
Mellon Arena	MEL	1999	-20,4	35,7	16,0	
Gaylord Entertainment Center	GET	1999	-20,1	-38,1	-11,7	
Comerica Park	CMA	2000	37,3	44,6		

Стадион	Идентификатор	Дата переименования	Разница с доходностью индекса S&P 500, %			
			Год переименования	Через 1 год	Через 2 года	Через 3 года
Enron Field	ENE	2000	97,5	-76,8		
Xcel Energy	XEL	2000	59,2	64,1		
PNC Park	PNC	2001	-10,0			
American Airline Center	AMR	2001	-30,1			
		Среднее	-4,75	-8,58	148,13	180,05
		Медиана	-7,97	-19,29	-11,74	-27,27
		Стандартное отклонение	39,86	50,47	695,60	513,15
		% роста	33	39	44	41
		Кол-во наблюдений	30,00	28,00	25,00	-17,00

Источник: [www.ballparks.com](http://www.ballparks.com)

Ниже приведены данные статистического анализа, показывающие, что означают относительно частые или, напротив, редкие покупки других компаний для достаточно однородной группы крупных корпораций, входящих в индекс S&P 100. После того как вы оцените результаты этого теста, которые свидетельствуют скорее о сдержанности в приобретениях, мы поделимся с потенциальными продавцами и покупателями несколькими соображениями, которые почерпнули из опыта частных корпораций, оказавшихся очень удачными «серийными покупателями»

В течение 50 лет бухгалтеры не спали ночами, пытаясь разработать правила, которые помогли бы сделать бухгалтерскую отчетность корпорации-покупателя после покупки другой компании корректной и честной. Один из последних примеров — это прошлогодний запрет Бюро по разработке стандартов бухгалтерской отчетности на использование метода объединения бух-

галтерских книг «строка за строкой» (pooling of interest) при слиянии компаний. (Без права использовать этот метод компании будут вынуждены амортизировать стоимость некоторых нематериальных активов приобретенной компании, таких как goodwill, т.е. имидж или репутация, что уменьшит их прибыли).

Сегодня, когда инвесторы стали уделять больше внимания методам бухгалтерского учета, нам было очень интересно исследовать и сравнить статистические профили двух типов корпораций: «активных» (серийных) и «сдержанных» покупателей. Может ли склонность к частым покупкам других компаний быть признаком высокомерия и ложной уверенности в способности управлять любым видом бизнеса? А те, кто редко покупает? Чем объясняется их тактика: тем ли, что они уверены в своей способности успешно вести бизнес без дополнительных приобретений, используя внутренние ресурсы, или чем-то другим? К несчастью, такие гипотезы трудно проверить. Поэтому мы начали со скромного предварительного исследования влияния приобретений на динамику цен акций корпораций-покупателей.

Начиная с 1998 года мы посчитали для компаний, входящих в S&P 100, количество покупок других компаний в течение четырех лет (до 2001 года). Для удобства сравнения мы разделили все компании на три группы: 15 компаний, сделавших больше всех приобретений; компании, которые сделали только одну покупку; компании, не сделавшие ни одной покупки. Мы также включили данные по динамике цен акций этих компаний с 1 января 2002 года по 12 июля 2002 года. Результаты представлены в табл. 5.5.

Как показывает эта таблица, «активные» покупатели уступают «сдержанным» на 19,1%, они уступают также и компаниям S&P 100 на 12,8%. «Сдержанные» покупатели показали результаты на 6,8% лучше, чем S&P 100.

Желание объединиться с другой компанией или купить ее может быть и обоснованным, и нерациональным. Каждый случай следует анализировать отдельно. Однако, если такая сдел-

ка состоялась в последние четыре года, это негативно отражалось на финансовых результатах корпорации в 2002 году.

Наш опыт, приобретенный в самых различных ситуациях, связанных с объединением и покупками компаний (Вик, например, основал и 25 лет руководил очень активной брокерской компанией, занимавшейся корпоративными объединениями и покупками), подсказывает, что на определенных типах рынков у компании-покупателя возникает искушение преувеличить свои прибыли. Если правда о таких манипуляциях всплывает, это приводит к обесцениванию акций компании-покупателя.

## Манипуляции с бухгалтерскими отчетами

У нас нет информации о честности бухгалтерской отчетности компаний, фигурирующих в сегодняшних новостях, но, в общем, мы можем отметить, что большинство махинаций связано с активами, которые показаны в бухгалтерских отчетах приобретенных компаний. Если купленная компания приобрела эти активы много лет назад или если цена активов гораздо выше, чем стоимость их приобретения (что весьма вероятно), у компании-покупателя есть отличная возможность продать эти активы по рыночной цене и показать существенную прибыль.

Второе искушение — возможность увеличения прибылей компании-покупателя в результате покупки. Если акции компании продаются по цене в 20 раз выше, чем прибыль на одну акцию, и она покупает другую компанию, у которой это отношение равно 10, то прибыль компании-покупателя немедленно поднимется на величину, которую можно подсчитать на основе количества акций и их прибыльности.

Третья возможность для искажения отчетов — это завышение или занижение балансовой стоимости определенных активов так, как это выгодно компании. Распространенной практикой является преувеличение goodwill — затрат на покупку нематериальных активов приобретенной компании для уменьшения налогов или занижение обязательств по пен-

**Таблица 5.5. Расплата за приобретение других компаний: покупки 1998–2001 годов и динамика финансовых показателей с 1 января по 12 июля 2002 года**

Компании	Идентификатор	Количество покупок	Изменение, %
<b>15 наиболее активно покупавших корпораций</b>			
General Electric	GE	66	-28,6
Tyco	TYC	32	-76,7
Clear Channel Communications	CCU	31	-33,9
Citigroup	C	28	-28
AES	AES	15	-79,6
AOL Time Warner	AOL	14	-59,1
United Technologies	UTX	14	-2
General Motors	GM	13	-4,1
American International Group	AIG	12	-20
Microsoft	MSFT	12	-21,7
Wells Fargo	WFC	12	-13,6
Cisco Systems	CSCO	11	-62,4
Ford Motor	F	11	-19,8
Intel	INTC	11	-40,2
J.P. Morgan	JPM	11	-16,9
<b>Средний % дохода</b>			<b>-33,8</b>
<b>Компании, сделавшие одну покупку</b>			
Bank of America	BAC	1	9
Black & Decker	BDK	1	13,9
EMC	EMC	1	-36,4
Harrah's Entertainment	HET	1	19,1
International Paper	IP	1	1,5
May Department Stores	MAY	1	-18,2
Medtronic	MDT	1	-24,5
Medimmune	MEDI	1	-47,7
3M	MMM	1	2,3
Merck	MRK	1	-22,5
Oracle	ORCL	1	-29,9
Pfizer	PFE	1	-19,2
Pharmacia	PHA	1	-23,6
RadioShack	RSH	1	-11,1
Sears	S	1	-2,4
SBC Communications	SBC	1	-24,3
The Southern Co.	SO	1	-0,2



Компании	Идентификатор	Количество покупок	Изменение, %
Средний % дохода			-12,6
<b>Компании, не сделавшие ни одной покупки</b>			
Allegheny Technologies	ATI	0	-14,1
Ltd Brands	LTD	0	11,4
Anheuser-Busch	BUD	0	8,8
Avon Products	AVP	0	3
Baker Hughes	BHI	0	-19,1
Burlington Northern Santa Fe	BNI	0	0,2
Cigna	CI	0	-3,7
Norfolk Southern	NSC	0	17,1
Campbell Soup	CPB	0	-19,4
Nortel Networks	NT	0	-95,5
Colgate-Palmolive	CL	0	-23,3
Philip Morris	MO	0	-6,4
Delta Air Lines	DAL	0	-65,3
Raytheon	RTN	0	7,3
FedEx	FDX	0	-3,8
Toys R Us	TOY	0	-10,4
Gillette	G	0	-13,5
Xerox	XRX	0	-38,1
Средний % дохода			-14,7
<b>S&amp;P100</b>			<b>-21,5</b>

сионным отчислениям и медицинскому страхованию приобретенной компании, что позволяет существенно «улучшить» прибыли.

Мы должны подчеркнуть, что у нас нет оснований полагать, будто «активные» покупатели более подвержены таким искушениям, чем корпорации, которые редко покупают другие компании. Многочисленные приобретения — это просто сигнал о такой возможности. Кстати, и другие исследователи пришли к выводам, сходным с нашими. В классическом исследовании 1986 года *The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers* (Гипотеза о высокомерии как основе корпоративных покупок) Ричард У. Ролл обнаружил, что корпорации-покупатели после сделки обычно показывают более слабые результаты, чем в среднем по рынку,

и поэтому мотивацией для покупки нельзя считать ожидание роста цены акций после нее. Он предположил, что основной мотив покупки в данном случае... высокомерие\*.

Для того чтобы помочь нашим читателям оценить приобретаемые компании, мы с удовольствием поделимся идеями нашего многолетнего друга, одного из ведущих экспертов по этой проблеме Дэна Гроссмана, который 35 лет был партнером Вика. Гроссман покупал самые разнообразные бизнесы, и в его юридической практике есть опыт формирования и развития многих компаний, включая фармацевтическую корпорацию Syntex. Дэн недавно с прибылью продал ряд фирм, которыми владел, и сейчас пишет книгу о своей деятельности в сфере слияния и приобретения компаний.

### Советы по приобретению компаний от Дэна Гроссмана

- Избегайте компаний, которые требуют экстраординарного менеджмента. Покупайте такие компании, которыми вполне могут управлять обычные люди.
- Когда вы оцениваете компанию, которую собираетесь купить, представьте, что сами пытаетесь ее продать. Выберите такой бизнес, который покупатели, особенно открытые акционерные компании, хотели бы приобрести.
- Не смешивайте анализ возможной покупки компании и ее последствия с другими вашими потребностями. Не покупайте компанию потому, что в ней есть с кем играть в гольф или ходить на яхте, или из-за того, что компания находится в престижном месте, или потому, что вас уволили и вы ищете новое место работы. Это достаточно трудно — объективно анализировать достоинства возможной покупки, абстрагируясь от собственных потребностей и желаний.

---

\* Richard Roll. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers//Journal of Business, vol. 59, no. 2 (1986): 197–216.

- Попросите хорошего бухгалтера объяснить вам, как можно использовать складские запасы для раздувания прибылей и почему в некоторых компаниях практически невозможно судить о достоверности отчетов о прибылях в данном году.
- Время — друг растущей компании и враг компаний, которые продаются по низкой цене или «со скидкой». Чем дольше вы собираетесь владеть компанией, тем важнее быть готовым купить те компании, которые растут.

## Лорды в советах директоров

Использование знаменитостей в качестве инструментов маркетинга часто связано с высокомерием топ-менеджмента компании. Корпорация RJR Nabisco включила в свою платежную ведомость профессиональных игроков в гольф как раз перед тем, как ее приобрела корпорация KKR. Для последней эта покупка также оказалась актом высокомерия, за которым последовал длительный период, в течение которого финансовые результаты KKR были посредственными. Решение сети универсамов Kmart привлечь Марту Стюарт, Кэти Айленд и Жаклин Смит (популярные модельеры, имеющие свои марки одежды. — *Прим. пер.*) не принесло ничего хорошего. Даже став банкротом, компания Kmart продолжала придерживаться той же проигрышной стратегии, объявив в апреле 2002 года, что наняла агентство Creative Artists, чтобы разместить свою рекламу в художественных фильмах.

В сентябре 2001 года мы решили исследовать этот феномен, рассмотрев соотношение между доходностью акций и количеством членов совета директоров фирмы, имеющих аристократические титулы, для 50 крупнейших по рыночной стоимости британских компаний (по данным FTSE 100\*). Мы учитывали количество баронетов, графов и виконтов, леди и лор-

---

\* FTSE (Financial Times Stock Exchange index) — индекс акций британских компаний газеты *Financial Times*.

дов. Если председатель совета директоров был лордом, мы присуждали за это дополнительные очки.

Затем мы составили таблицу изменений цен акций компаний за пять лет, исключив из нее три компании, которые существовали в своем сегодняшнем статусе недостаточно долго. Оказалось, что чем больше лордов состояло в совете директоров компании, тем хуже были ее результаты за последние пять лет.

И, кажется, здесь явно прослеживается причинно-следственная связь. То ли участие лордов в советах вызвало посредственные результаты, то ли, наоборот, посредственные результаты побудили руководство компаний призвать в совет директоров лордов в качестве «декорации».

Корпорация HSBC Holdings, четвертая по рыночной стоимости в индексе FTSE 100, имела наибольшее количество титулованных особ в совете — семь, а также председателя, возведенного в рыцарское достоинство, — сэра Джона Реджинальда Хартнелла Бонда.

У восьми из десяти крупнейших компаний FTSE в совете директоров было, по крайней мере, три лорда. У самой крупной — BP (ранее British Petroleum) в совете было четыре лорда, у второй по величине — GlaxoSmithKline — в совете было шесть лордов и председатель, возведенный в рыцарское достоинство. Самой большой компанией, у которой в совете директоров не было лордов, оказалась занимающая тринадцатое место в списке FTSE страховая компания CGNU.

Мы изобрели индекс доходы/лорды (earnings/lords, или E/L) как меру привлекательности компаний по аналогии с индексом цена/доходность (P/E).

Маленький или отрицательный числитель (доходы) и большой знаменатель (лорды) приводит к низкому или отрицательному значению коэффициента. Например, компания HSBC получила в прошлом году 75,5 центов дохода на акцию, а в ее совете директоров восемь лордов. Таким образом, соотношение E/L для этой компании 0,09, по этому показателю она входит в

худшие 30% корпораций, где есть и лорды, и доходы. Компания Powergen plc с одним лордом и одним долларом доходов на акцию имеет самое высокое соотношение E/L. Еще одна корпорация, Cable & Wireless, потеряла в прошлом году 93 цента в расчете на одну акцию, и поэтому соотношение E/L у нее отрицательное.

Мы предполагаем, что инвесторам лучше держаться подальше от компаний с маленьким или отрицательным соотношением доходы/лорды. Однако это только гипотеза. Наши наблюдения — лишь первый шаг анализа сравнительного значения для рынка консерватизма или инноваций. Для того чтобы надлежащим образом проверить эту идею, нужна информация за несколько лет, которая пока отсутствует в компьютерных базах данных. Как принято говорить среди ученых, мы надеемся, что наши усилия станут основой для будущих исследований.

## **Заключение, написанное пятистопным ямбом**

Из количественного исследования влияния на фондовый рынок всех этих факторов — хвостовства топ-менеджеров компаний, строительства престижных зданий для штаб-квартир, анонсов на обложках ведущих бизнес-журналов, переименований стадионов и покупок компаний — мы делаем вывод, что подобные проявления высокомерия могут вызвать падение курса акций. Мы подозреваем, что такие факты, как корпоративные поля для игры в гольф (Lucent), пышные офисы (RJR Nabisco), переезд в штат Флорида (Scott Paper), сексуальные скандалы (General Electric, Bendix), зарплаты для топ-менеджеров свыше 100 млн долл. в год (General Electric, Apple, Siebel Systems, Oracle, Cisco), могут быть полезны для будущих исследований корпоративного высокомерия.

Древние греки верили, что величавый пятистопный ямб (пентаметр) соответствует эмоциональным вершинам человеческой речи, усиливает эффект трагичности. (Ямб — это поэтический размер, в котором за безударной стопой следует

ударная, в пятистопном ямбе это чередование повторяется пять раз, но при этом допустимы нарушения размера или «поэтические вольности».) Мы завершаем эту главу стихами дочери Вика, продюсера и писателя Гейт Нидерхоффер, юношеский роман которой *American Thighs* (Американские бедра) написан как раз пятистопным ямбом-пентаметром:

Высокомерие овладело умами,  
Скромность стала воспоминанием.  
Кажется, только вчера  
Президент компании Enron Кеннет Лэй  
Хвастался небывалыми успехами:  
«Мы выросли в девять раз и стоим 40 млрд,  
И скоро мы повторим это еще раз».  
Посланец журнала *Economist*  
Был свидетелем этого величия  
И написал о Новой экономике,  
Символ которой он узрел в Enron.  
История часто повторяется.  
Так произошло и с Cisco,  
Которая называла своих предшественников  
Реликтами старой экономики.  
Вспомните, всего 12 месяцев назад  
Cisco обнародовала свое великое пророчество,  
Предсказав свой рост на 30 или 50%,  
Хотя такой бурный рост случается только в трагедиях.  
Сегодня технологические компании не растут,  
Они, скорее, съежились, как иссохшие старцы.

## Глава 6

# Бенджамин Грэм, мифический герой рынка

---

*Когда Бенджамин Грэм скончался в возрасте 82 лет, он был одной из великих легенд Уолл-стрит: умный, успешный, высокоморальный человек, который изобрел анализ ценных бумаг. Сегодня, 20 лет спустя после его смерти, публика наконец может прочитать его мемуары — хронику одной из самых успешных и богатых событиями карьер столетия.*

Kirkus Review, June 9, 1996

**У** древних греков был Геракл, могучий герой, которого почитали смертные, а Зевс за благородные подвиги сделал его бессмертным богом. В XXI столетии у американцев есть Бенджамин Грэм.

Легенды о доблести и любвеобилии Геркулеса передавались в Греции от поколения к поколению. У современного героя мира инвесторов сходные качества, и он столь же влиятелен. В Интернете мы нашли тысячи статей, восхваляющих Грэма, и ни одной критической. Самые распространенные эпитеты: «отец анализа ценных бумаг», «пророк», «легендарный инвес-

тор», «основатель тактики инвестиций в недооцененные акции», «мастер инвестиционной игры», «Конфуций инвестиций в недооцененные акции», «почитаемый наставник самых успешных инвесторов всех времен». Утверждают, что Грэм сделал состояние, следуя такому методу: он покупал акции, которые продавались за половину ликвидационной цены. Этот метод описан в книге *Graham and Dodd's Security Analysis* (Анализ ценных бумаг Грэма и Додда), которая широко известна как «библия» инвесторов в недооцененные акции (value stocks)\*.

Среди последователей Грэма такие знаменитые и удачливые инвесторы, как его бывший ученик Уоррен Баффетт, который еще при жизни учителя стал одним из самых ревностных служителей его культа. «Мы здесь собрались по одной-единственной причине, — говорил он во время кризиса, который организовал вместе с Грэмом для богатых инвесторов, — чтобы приобщиться к мудрости Бенджамина».

К сожалению, как и большинство легенд, эти панегирики — в лучшем случае полуправда.



## Иллюзорные выгоды

Давайте начнем с того, что компанию очень трудно купить за 50% ее ликвидационной цены. Здравый смысл подскажет вам, что если бизнес продается за половину чистой ликвидационной цены, то основные владельцы или топ-менеджеры (их друзья, или банкиры компании, или бухгалтеры) быстро скупают акции такой компании для себя, своих семей и хороших друзей, а потом немедленно ликвидируют компанию и получают хорошую прибыль.

Вик имел удовольствие более 35 лет руководить одной из самых активно работающих компаний в сфере покупки и объединения бизнеса в США. За это время он познако-

---

\* Sidney Cottle, Roger F. Murray, and Frank E. Block, eds. *Graham and Dodd's Security Analysis*, 5th ed. — New York: McGraw-Hill, 1988.



мился с десятками тысяч частных компаний. И никогда не видел ни одной, которая бы продавалась по столь низким ценам. Никто из его знакомых также ничего подобного не рассказывал.

Конечно, такое могло случиться на бирже в 1930-е годы, однако большие комиссионные и спрэд сделали бы подобные выгодные сделки иллюзией.

Здравый смысл также подсказывает, что если современные компании обладают такими характеристиками, которые описывает Грэм, и их никто «не оторвал с руками», то это — просто-напросто приманка для недальновидных инвесторов. Если все же найдутся люди, которые польстятся на подобные компании, их вскоре будут ожидать очень плохие новости. Мы, как и все наши знакомые, гораздо чаще терпели убытки, чем выигрывали, если пытались гнаться за столь эфемерными выгодами. Последний и весьма поучительный пример такого рода из нашего собственного опыта — покупка компании Aether Systems, акции которой продавались за 30 долл., при том что денежные средства на счетах компании составляли 50 долл. в расчете на одну акцию. К несчастью, компания Aether теряла деньги с такой скоростью, что цена ее акций вскоре после того, как мы их купили, упала до 2 долл. Величина денежных средств компании падала не менее быстро, чем цена на ее акции. Кэти, дочь Вика, также купила акции этой компании по рекомендации отца. Потерянные деньги быстро заставили ее охладеть к карьере спекулянта и вернуться к работе над диссертацией по психологии.

Баффетт также поддавался искушению покупать акции компаний, которые продавались с существенными скидками, в ранние годы своей карьеры. Все, кто занимается бизнесом по продаже и объединению компаний, владеют уймой таких акций и готовы их продать: акции универмагов в приходящих в упадок городах; акции дистрибьюторов продукции американских стальных компаний, которые вытесняются из бизне-

са иностранными конкурентами и практически обречены; акции производителей оборудования для текстильной промышленности или других отраслей, которые находятся на нисходящей стадии жизненного цикла и требуют огромных капиталовложений, чтобы конкурировать с современными и эффективными предприятиями.

Определенно, убытки подобных компаний учитывались при расчете налогооблагаемой базы компании Berkshire Hathaway, принадлежащей Баффетту. Это помогло ему сделать много подобных покупок и накопить капитал для себя и акционеров компании. Однако в конце концов юрист Баффетта Чарли Мангер — легендарный «Чарли», который вместе с Баффеттом ведет ежегодные собрания акционеров Berkshire Hathaway в штате Небраска, — посоветовал ему перестать покупать подобных динозавров. Чарли указал Баффетту, что эти компании связывают капитал, терпят убытки и их акции никогда нельзя продать по цене выше той, по которой они были приобретены, потому что никто не захочет их купить.

Когда Вик работал в бизнесе по слиянию компаний, он обнаружил, что большинство покупателей разделяют взгляды Чарли. Ему никогда не везло так сильно, чтобы встретить покупателей, которых настолько привлекали скидки при покупке, чтобы абсолютно не интересоваться перспективами будущих прибылей. Поэтому, когда, откликнувшись на маркетинговые программы продвижения своей компании, которые применял Вик, к нему обращались владельцы компаний, производящих обувь, кондитерских магазинов, продавцы ковровых изделий и т. п., он должен был с сожалением сообщать их владельцам, что не сможет найти им партнеров, готовых вложить деньги в их бизнес, но может рекомендовать специалистов, которые занимаются привлечением средств работников компании. Если вас интересует примерная типология компаний, которые Вик не мог продать, вы смело можете воспользоваться ежегодным отчетом Berkshire Hathaway и просмотреть список компаний, которыми она владеет.

Как и Баффетт, Вик обнаружил, что хозяева таких компаний, когда он пытался их продать, всегда соглашались работать на новых владельцев, получая гораздо меньше, чем до продажи компании, если, как говорит об этом Баффетт, «новый владелец не мешает им проявлять предпринимательский дух и независимость». Единственный дефект в этой идиллической картине связан с тем, что прежние владельцы обычно соглашались работать за скромную плату только до тех пор, пока не получают ту существенно преувеличенную цену, за которую согласились продать свою компанию, или пока в случае неимоверного везения компания ни оживет снова.

Еще одна большая проблема подхода Грэма связана с тем, что и в теории, и на практике инвесторы готовы вкладывать в бизнес, который растет слишком быстро и получает высокую прибыль на свой капитал, поэтому ему не хватает инвестиций из внутренних источников или банковских займов. Компании, которые продаются по дисконтным ценам, — это не быстро растущие компании. Инвестируя в такие компании, вы теряете возможность получать на свой капитал более высокие прибыли, а возможности для этого на рынке есть.

Компании процветают, если они производят продукцию, на которую есть неудовлетворенный спрос, если они постоянно учитывают изменяющиеся и непредсказуемые вкусы потребителей и, таким образом, снабжают нас такими товарами и в таких количествах, которые нам нужны. Существует «невидимая рука рынка», которая создает для людей стимул делать деньги и одновременно способствует повышению нашего материального благосостояния. Эта идея впервые была увековечена Адамом Смитом в 1776 году в его книге *The Wealth of Nations* (Богатство наций), получила дальнейшее развитие через 100 лет в книге Альфреда Маршалла *Principles of Economics* (Принципы экономики) и с тех пор приводится в первых главах большинства учебников по экономике. Исключение, правда, представляли экономические учебники, изданные в 50–60-х

годах, потому что в них «невидимая рука» и экономические стимулы объявлялись уловками, придуманными капиталистами для оправдания своей порочной системы. У нас сложилось впечатление, что те последователи Грэма, которые учились в университетах, по какой-то причине не читали классические тексты.

## Тест эффективности

Учитывая расхождение между теорией Грэма об инвестициях в акции, продающиеся со скидкой (недооцененные акции), и ее практическим воплощением, для читателя не будет удивительным, что фонды, которыми он управлял, вовсе не были столь привлекательными, как утверждают легенды. Всемирно почитаемый «апостол благоразумных инвестиций» разорился после кризиса 1929 года. Закончив 1928 год с 60% прибыли, он понес 20%-ные убытки в 1929 году, а в 1930 году потерял еще 50% своего капитала. Далее, в 1931 году, были потеряны еще 16%, ну а в 1932 году, к большому облегчению инвесторов, потери составили всего 3%. Джанет Лоуи в статье *Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street* (Бенджамин Грэм об инвестировании в недооцененные акции: Уроки от декана Уолл-стрит) писала:

Хотя Грэм смог довольно быстро оправиться и снова встать на ноги после «Черного вторника», он уже не рисковал так, как раньше. Он пытался получить возможно более высокие доходы от своих инвестиций, но теперь уже гораздо больше заботился о безопасности. Средняя прибыль для всего портфеля инвестиций Бена уже не достигала таких заоблачных высот, как в годы до Великой депрессии\*.

Грэм всегда считал, что индекс Доу, превышающий 100 пунктов, чрезмерно высок, и, когда индекс превысил это значение, он уже не чувствовал себя комфортно на рынке. Поскольку после 1942 года индекс Доу уже никогда не падал ниже

---

\* Janet Lowe. Benjamin Graham on Value Investing: Lessons from the Dean of Wall Street. — Chicago: Dearborn, 1994.

100, тактика Грэма была слишком осторожной. В начале 1950-х годов, когда индекс Доу был около 300, он начал выходить из бизнеса и не советовал своим ученикам вкладывать деньги в акции, потому что рынок «завышен». Поскольку Грэм долго считал, что рынок переоценен, его тактика инвестиций работала хуже, чем тактика «покупай и держи» или любая другая разумная альтернативная стратегия. В 1956 году индекс Доу впервые достиг отметки в 500 пунктов. В этом году Грэм окончательно ушел из бизнеса и начал жить в свое удовольствие.

Один из самых любопытных и туманных аспектов деятельности Грэма — это вопрос о том, в какой степени он обязан своим успехом страховой компании Geico, которую он потом продал Баффетту. В своей книге *The Intelligent Investor* (Интеллектуальный инвестор) Грэм писал, что одной из инвестиций, которую он сделал вопреки своему методу, была покупка компании Geico\*. Вполне вероятно, что прибыли, которые он получил от этой компании, были больше, чем все, что он получил от инвестиций, следуя своим методам. Эта страховая компания потом всегда была основной опорой успеха Баффетта, поставляя ему обильные денежные средства, которые он мог использовать для спекуляций с ценными бумагами.

Нам известен пример использования на практике методов Грэма. В 1976 году один из его последователей основал взаимный фонд под названием Rea-Graham, чтобы реализовать теории Грэма. Когда в 1996 году после слияния фонд был ликвидирован, его активы составляли 3,6 млн долл. В наши дни, когда управляющий фонда с хорошей репутацией может легко получить 500 млн долл. стартового капитала и привлечь миллиардные инвестиции после нескольких удачных лет, итог деятельности этого фонда по меньшей мере не впечатляет.

Сравнение прибылей фонда Rea-Graham со времени его основания до 1996 года и прибылей компаний S&P 500 за тот же

---

\* Benjamin Graham. *Intelligent Investor*. — New York: Harper & Row, 1973.



период с учетом реинвестированных дивидендов представлено в табл. 6.1. Эти данные показывают, что S&P 500 приносил в два раза более высокие доходы, чем фонд Rea-Graham.

Таким образом, мы можем обобщить информацию о результатах методов Грэма на практике. В 30-х годах эти результаты были катастрофическими, и он был вынужден ликвидировать свой фонд. Он начал все сначала в конце 1930-х и ушел с рынка в 1956 году, после чего индекс Доу за двадцать лет вырос с 500 до 1000 пунктов, а Грэм упустил возможность этим воспользоваться. Фонд, который попытался применять его метод в период с 1976 по 1996 год, показал результаты в два раза хуже, чем индекс S&P 500 за то же время.

## **Жалкие результаты приверженцев инвестиций в недооцененные компании**

На первый взгляд, предложение Грэма покупать недооцененные, продающиеся по дисконтным ценам акции кажется вполне разумным. Кто не хочет сэкономить свои деньги? Но есть одна маленькая проблема: в отличие от распространенного мнения недооцененные акции (value stocks) постоянно проигрывали акциям роста (growth stocks), по крайней мере начиная с 1965 года. Давайте рассмотрим доказательства, которые предоставили уважаемые исследователи из фирмы Value Line.

Боги нередко проводят импровизированные эксперименты, чтобы просветить смертных. Джон (Джоан), который потерял свой пенис в младенчестве при неудачной попытке сделать обрезание, воспитывался, как девочка\*. Его брат-близнец воспитывался, как мальчик. Результат был таким: «Джоан» вела себя, как мальчик, и в конце концов стала мальчиком Джоном.

---


\* M. Diamond and H. K. Sigmundson. Sex Reassignment at Birth: Long Term Review and Clinical Implications//Archives of Pediatric and Adolescent Medicine, vol. 151 (1997): 298.

**Таблица 6.1. Результаты фонда Rea-Graham по сравнению с индексом S&P 500 (с учетом реинвестирования дивидендов)**

Начальная инвестиция = 10 000 долл. (июнь 1976)

Окончание периода	Rea-Graham, долл.	S&P 500, долл.
31.12.76	10 846	10 513
31.12.77	11 194	9 758
31.12.78	12 355	10 394
31.12.79	14 362	12 312
31.12.80	15 837	16 312
31.12.81	18 391	15 516
19.08.82	18 856	13 820
31.03.83	23 035	20 734
31.03.84	23 789	22 534
31.03.85	26 928	26 774
31.03.86	34 380	36 814
31.03.87	37 602	46 455
31.03.88	38 273	42 564
31.03.89	41 182	50 234
31.03.90	43 101	59 874
31.03.91	43 478	68 473
31.03.92	45 797	76 002
31.03.93	49 662	87 548
31.03.94	48 213	88 825
31.03.95	48 291	102 627
31.03.96	54 005	135 470
31.03.97	57 467	162 290
31.03.98	65 215	240 000
30.09.98	57 709	223 290
15.11.98	60 898	247 606

Боги инвестиций ненамеренно провели похожий эксперимент, чтобы определить, какой тип акций приносит более высокие прибыли: акции роста или недооцененные акции. Value Line — замечательная фирма, а ее директор по исследованиям Сэм Айзенштадт относится к типу людей с вечно молодым серд-

цем, которые всегда хотят узнать что-то новое, чтобы еще более совершенствовать услуги, которые фирма предлагает своим клиентам, несмотря на то что она и так показывает отличные результаты. В 1965 году под впечатлением доходов от недооцененных акций и благодаря желанию Сэма предложить клиентам фирмы альтернативную рейтинговую систему Value Line стала вести мониторинг лучших недооцененных акций. Фирма разделила свою выборку из 1500 компаний на 10 групп, согласно ценам на акции, постоянно обновляя  каждый месяц эту классификацию. Система отбора использовала те же самые переменные, которые обычно применяются при определении недооцененных акций: коэффициенты цена/продажи, цена/балансовая стоимость, цена/прибыль. Это исследование отличала одна очень существенная особенность, делающая его сейчас, через сорок лет после того, как оно началось, уникальным: оно не было ретроспективным, и недооцененные акции выбирались в режиме реального времени. Таким образом, в эксперименте Value Line не было никаких намеренных или ненамеренных «подчинок», отбора желательных результатов и рассуждений по принципу «если бы я тогда...».

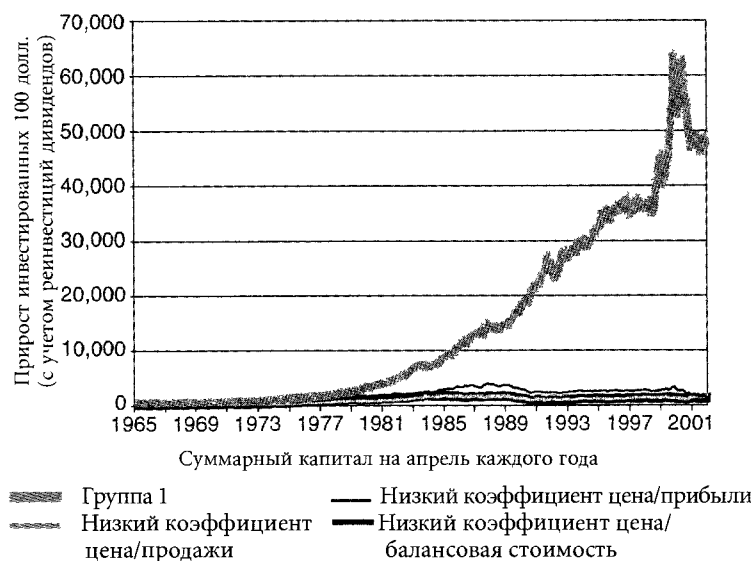
Процедура оставалась неизменной с 1965 года. Каждая группа обновляется раз в месяц. Результаты публикуются раз в полгода в информационном бюллетене *Selection and Opinion* (Отбор и мнение) фирмы Value Line. Одна из проблем заключается в том, что Value Line публикует прирост цены на акции, а не суммарную прибыль с учетом дивидендов, а наши исследования показали, что дивидендная доходность акций недооцененных компаний в среднем на 2% выше, чем у растущих.

Результаты эксперимента с учетом дивидендов показаны на рис. 6.1 и в табл. 6.2.

Как показывает приведенная таблица, первая группа Value Line (второй столбец), состоящая из акций роста, быстро опередила все три группы недооцененных акций. К марту 2002 года акции роста принесли доход в 28 раз выше, чем луч-



Рисунок 6.1. Недооцененные акции в сопоставлении с растущими



шая из трех групп недооцененных акций, а именно компании с низким коэффициентом цена/продажи. (Отдельного внимания заслуживает то, как компании Value Line удалось сделать

Таблица 6.2. Недооцененные акции в сопоставлении с растущими (с учетом реинвестиций дивидендов)

Начальная инвестиция	Группа 1 100	Низкий коэффициент цена/продажи (P/S) 100	Низкий коэффициент цена/прибыли (P/E) 100	Низкий коэффициент цена/балансовая стоимость (P/BK) 100
Январь 1970	216	191	205	188
Январь 1980	2782	815	1450	1086
Январь 1990	16 540	1326	3034	1296
Март 2002	46 885	1698	1555	1250

все эти вычисления. Это особая история, и мы о ней расскажем в главе 10.)

Некоторые аспекты жизни Грэма, действительно, похожи на мифы. После самоубийства его сына во Франции Грэм отправился туда, чтобы забрать его вещи. Приехав во Францию, он влюбился в подругу своего покойного сына Мари-Луизу. Поскольку Грэм в это время был женат, он предложил своей жене, остававшейся в Калифорнии, делить его с новой пассией. Это очень огорчило жену Грэма, но ей пришлось согласиться, и с тех пор она видела мужа только шесть месяцев в году. Эта история странным образом напоминает о любвеобилии Зевса и о ежегодном сошествии Персефоны на шесть зимних месяцев в подземный мир к своему мужу Гадесу, властителю мертвых.

Вера в Зевса и подвиги Геракла постепенно потеряла свое значение. Мы подозреваем, что и с легендарным отцом инвестирования в недооцененные акции со временем обойдутся не лучше, чем с богами.

## Глава 7

# Экстренное сообщение: компьютер пишет статьи о фондовом рынке!

---

*Основание всей морали — это отказ от лжи раз и навсегда, отказ от веры в то, для чего нет доказательств, и отказ от повторения невнятных предположений относительно того, что невозможно узнать и исследовать.*

Томас Генри Хаксли\*

**М**ы все знаем, как верна пословица: одна ложь тянет за собой другую. Сделав неверные предположения, мы приходим к ложным выводам. Поняв, что допустили ошибку, мы пытаемся «напустить тумана» и говорим о «новой перспективе», чтобы оправдать изначальную ложь.

Этот принцип особенно отчетливо проявляется в том, как обычно ежедневные изменения финансового рынка представляются в финансовых новостях. Для этого применяется очень простая формула:

---

\* Thomas Henry Huxley. Science and Morals//Essays Upon Some Contravened Questions. — London: Macmillan, 1886.

Акции (растут/падают) из-за (пессимизма/оптимизма) относительно (прибылей/процентных ставок).

Возможных комбинаций немного, и они вполне по силам репортерам, не обладающим опытом игры на бирже и знаниями статистики:

Акции растут, если прогноз относительно прибылей оптимистичен. Цена акций падает, если прогноз относительно прибылей пессимистичен.

Акции растут, если прогноз относительно процентных ставок оптимистический, и падают, если прогноз пессимистический.

В изобретательном репортаже об изменениях финансового рынка возможна комбинация сразу двух вариантов:

Цена акций падает из-за ожиданий, что повышение стоимости займов снизит прибыли компаний.

Цена повышается, так как ожидается, что снижение стоимости кредитов увеличит прибыли компаний.

Представления о связи между прибылями и ценой акций, вытекающие из этой формулы, как уже знает читатель, совершенно неверны. В главе 2 мы показали, что нужно покупать как раз тогда, когда прибыли низкие, а продавать — когда прибыли высокие. Но есть еще один аспект, навеянный этими формулами: если репортеры пишут финансовые обзоры по стереотипной схеме, почему бы не поручить это компьютеру? И мы разработали патентованную программу создания финансовых новостей Market News-O-Matic, которую представляем ниже.

Но вернемся к нашей схеме. Однажды начав, репортер вынужден изобретать все новые выдумки и заблуждения, для того чтобы удовлетворять потребность финансового рынка в рекламных материалах и привлекать для него деньги инвесторов. Следующий шаг — представить в своем обзоре ка-

кого-нибудь менеджера по финансовым операциям или управляющего фондом. Допустим, это дама, которая только что закрыла свои позиции в определенном сегменте финансового рынка, так как поняла, что прибыли в будущем будут снижаться. (Подразумевается, что вам нужно о ней знать, чтобы инвестировать в фонд, которым она управляет, продать упомянутые ею акции или в будущем нанять такого же прозорливого, как она, специалиста для управления вашим собственным фондом.) Если все управляющие инвестиционными фондами, которых знает репортер, заняты (например, дают интервью другим телеведущим), всегда можно приписать высказывания «некоторым инвесторам».

Далее репортер попытается найти цитату на интересующую его тему из выступления кого-нибудь из руководителей Федеральной резервной системы или какого-нибудь другого экономиста, работающего в правительстве, что, в общем, несложно, поскольку не проходит и дня, чтобы кто-нибудь из них где-то не выступал публично. Если можно использовать выступление председателя ФРС, статья уже готова. «Падение рынка усилилось после того, как председатель ФРС Алан Гринспен заявил, что расходы потребителей, которые составляют две трети спроса в экономике США, не возрастут в той степени, в какой они росли после предыдущих рецессий», — сообщает одно из крупных информационных агентств. Это заявление «делает сомнительными ожидания, что выздоровление экономики приведет к увеличению прибыли корпораций». Вот оно! Репортеру удалось успешно использовать слова председателя Федеральной резервной системы как аргумент в пользу неверного предположения о прибылях, с которого начинается его обзор.

Затем следует перечисление компаний, акции которых упали в цене на следующий день после того, как аналитики обнародовали свой прогноз о возможном падении прибылей. Пропагандисты называют такой прием «подтасов-



кой»: репортер, очевидно, не догадывается о том, что специально подобранные примеры ничего не доказывают, и публикует именно такой специально сформированный список в качестве подтверждения своей точки зрения.

Вот теперь, возможно неосознанно, репортер завершил свою работу по «раскручиванию рынка». Он дал возможность управляющему разрекламировать свой фонд. Основываясь на ряде предположений (весьма вероятно, неверных), он проанализировал заявление председателя Федеральной резервной системы. Репортер совершенно запутал инвестора своими неверными выводами и допущениями. Еще важнее то, что он напугал инвесторов и побудил их быть неоправданно активными на рынке. Более того, он разрекламировал брокерские фирмы, которые готовы «помочь» инвесторам в их необоснованно активных спекуляциях.

## Нанесенный ущерб

Такие статьи абсолютно бесполезны для тех, кто играет на финансовом рынке. Они описательны, опираются на отдельные примеры и лишены прогностической ценности, потому что речь в них идет о том, что уже произошло. А для тех, кто (не дай Бог!) попытается воспользоваться в реальных финансовых операциях высказанными в них идеями, они просто вредны. Но ущерб не ограничивается несчастными инвесторами. Если текущие прибыли — ключ к динамике рынка, из этого следует простой вывод, что основная задача корпораций — изобрести и продемонстрировать данные, показывающие устойчивую позитивную динамику прибылей. Кто-нибудь еще сомневается, что финансовую атмосферу начала 90-х существенно отравили такие трюки, как отчеты General Electric о том, что ее прибыли росли в течение 35 кварталов подряд без перерывов? Причем эти отчеты неизменно вызывали сомнения, что заставляет задуматься о том, что же стоит за этим на самом деле. Или, например, многочисленные попытки ком-

паний, подобных печально известной корпорации Enron, привлекать в огромном количестве заемные средства, что позволяло отчитываться о хороших доходах в расчете на акцию, но приводило компании на грань банкротства.

Вы, наверное, думаете, что было бы неплохо ограничить подобную пропаганду, потому что она наносит очевидный ущерб? Ученым следовало бы провести серьезное академическое исследование этого феномена, а кто-нибудь из предпринимчивых репортеров мог бы опубликовать его результаты, чтобы весь этот мыльный пузырь наконец лопнул? Но в реальности большинство академических ученых интересуются другими темами. Кроме того, чтобы понять статьи, публикуемые в ведущих академических научных журналах по экономике и финансам, необходимо быть профессиональным экономистом, который знаком с последними научными достижениями в области численных методов, эконометрики и статистического анализа. Впрочем, даже если бы ученые излагали свои выводы на языке, понятном обычным людям, последним это не слишком бы помогло. К тому времени, когда исследование пройдет рецензирование и будет опубликовано в каком-нибудь академическом журнале, пролетит несколько лет, и характер рынка за это время, скорее всего, существенно изменится.



Еще один негативный эффект ложных рассуждений о закономерностях движения рынка состоит в том, что из-за них инвесторы не обращают внимания на информацию, которая могла бы принести им реальную пользу. Многие инвесторы хорошо знают о том, что продавать акции после плохих новостей (о доходности или чем-то другом) и покупать их после хороших новостей — тактика, которая может привести к беде. Поскольку и инвесторы, и редакторы финансовых журналов приучены чтить миф о взаимосвязи прибылей компаний и доходности фондового рынка, любые высказывания комментаторов, которые знают о том, какие



факторы на самом деле вызвали изменения на рынке в тот или иной день, просто игнорируются. Фокусируя всеобщее внимание на ложном объяснении происходящих событий, они отвлекают инвесторов от реальных причин.

Ежедневные изменения цен акций в значительной степени объясняются совокупным воздействием случайных факторов. Цены проявляют тенденцию снижаться после нескольких дней чрезмерного оптимизма и повышаться после нескольких дней чрезмерного пессимизма. Эти колебания пессимизма/оптимизма практически никак не связаны с доходами компаний. Однако репортерам абсолютно невыгодно объяснять динамику цен при помощи такого эфемерного фактора, как изменение настроений публики. Подобный анализ может привести инвесторов к выводу, что разумным решением будет спекулировать более сдержанно и меньше покупать и продавать. Еще хуже то, что инвесторы могут начать обращать меньше внимания на сведения, предоставляемые средствами массовой информации. Это было бы очень плохо для владельцев каналов массовой информации — газет, телевидения, интернет-сайтов, потому что тогда снизится приток рекламных средств от брокерских компаний и бирж. Более того, если публика будет менее активно продавать и покупать акции, это уменьшит приток денежных средств в огромную «машину рынка» — снизятся доходы брокеров, специалистов, аналитиков и инвестиционных банкиров.

Вывод, который следует сделать инвесторам, таков: не важно, что сообщается в новостях — растет ли цена на акции на основе оптимистического прогноза о прибылях или снижается на основе пессимистического, — в любом случае их побуждают к активности на рынке, причем указывают неверное направление. Если бы у инвесторов был ангел-хранитель, они могли бы услышать вот что: «Послушай! Постоянно происходит масса эфемерных событий. Тебе нужно понять, что акции, которыми ты владеешь, — это право на получение в бу-



дущем безграничных доходов. То, что случилось сегодня, не должно влиять на твою оценку акций, потому что ты их купил с существенной скидкой, учитывая то, какой доход они принесут в будущем. Не давай случайным колебаниям рынка разорить тебя и тех, кого ты любишь».

## **Market News-O-Matic: машина по созданию рыночных новостей**

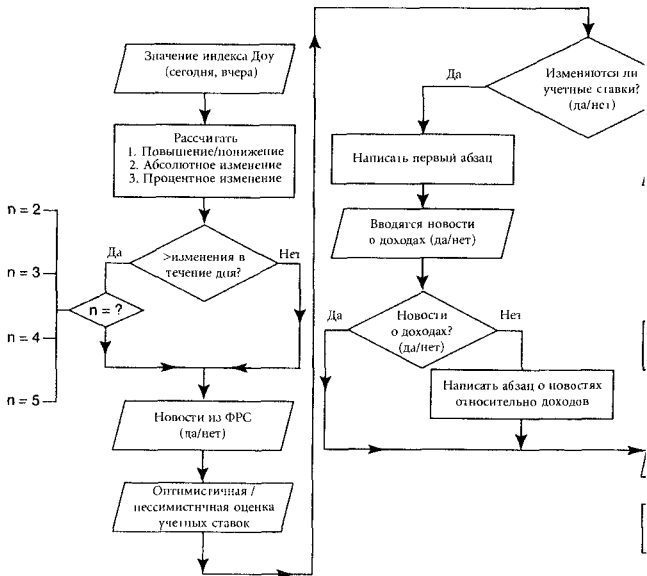
После того как мы тщательно исследовали статистический, экономический и психологический аспекты этой проблемы, прочитав тысячи научных статей по теме, поведав свои идеи величайшим умам в этой области, получив от них ценные замечания, потратив тысячи часов на вычисления и проверку первичных источников информации при помощи наших наделенных разнообразными талантами и способностями сотрудников, мы, наконец, сделали вывод. Мы можем предложить инвесторам эффективное противоядие от вводящих их в заблуждение финансовых обзоров и новостей: им просто время от времени нужно самим изобретать такие новости. Это будет одновременно и развлечением, и полезным учебным заданием.

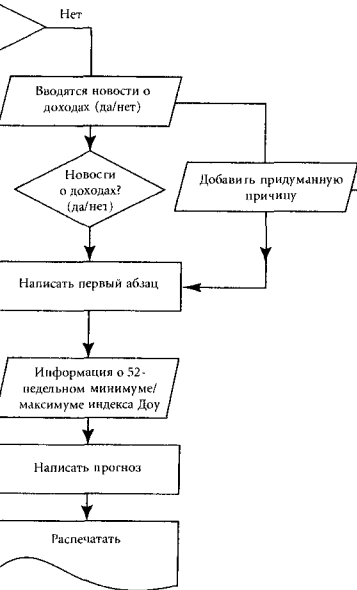
Источником вдохновения для нас послужил Алан Тьюринг — гениальный британский дешифровщик, который предложил тест для оценки эффективности искусственного интеллекта. Вот этот тест: «Можно ли так запрограммировать компьютер, чтобы выданные им результаты было невозможно отличить от того, что делают люди?»

Если речь идет об обзорах фондового рынка — тест дает положительный для компьютера результат (рис. 7.1).

Наша программа работает при помощи простого последовательного алгоритма. Допустим, рынок на подъеме. Этому может быть две причины: оптимистические оценки либо прибылей, либо процентных кредитных ставок. Если крупная компания сообщила о хороших доходах и цена ее акций возросла, вы выбираете первую, если же, напротив, крупная компания

Рисунок 7.1. Программа Market News-O-Matic





Объяснения движения рынка  
(из реальных финансовых обзоров)

#### МЕДВЕЖЬИ

R = Все боятся покупать, пока не будут опубликованы данные о занятости и уровне безработицы.

R = Большинство аналитиков согласно, что восстановление экономики в следующие несколько месяцев не будет полным.

R = По доступным на сегодня данным, цена 50% всех акций на 30% ниже, чем максимальная за прошедший год, — это совершенно очевидный медвежий рынок.

#### БЫЧЬИ

R = Любая весть о хороших новостях немедленно будет воспринята рынком.

R = Более 60% всех компаний показывают результаты лучше, чем те, что прогнозировались.

R = Розничные продажи увеличились значительно сильнее, чем ожидалось.

#### УНИВЕРСАЛЬНЫЕ

R = Конечно, все прогнозы потеряют смысл, если война не закончится быстро.

R = Не все акции поднялись, однако «это рынок, состоящий из различных акций со своей спецификой, а не унифицированный фондовый рынок».

R = Дело не только в ценах и не только в фундаментальных показателях. Все решают сегодняшние психологические реакции.

сообщила о хороших доходах и цена ее акций понизилась — приписывайте подъем рынка оптимистическому прогнозу относительно процентных ставок. Добавьте положительные комментарии доктора Гринспена или кого-нибудь из его сотрудников — и статья готова.

Читатели сами могут проверить свою проникательность и творческие способности, проделав подобное упражнение дома. Для этого попробуйте применить предложенную нами базовую формулу для дня, когда на рынке спад. Можно назвать причиной спада сообщения о низких доходах одной или нескольких компаний. Если этот номер не проходит, переходите к плану Б и используйте пессимистические ожидания относительно процентных ставок. Не забудьте добавить пару комментариев, позаимствовав несколько доводов в пользу того, что следует занять медвежью позицию, из списка Алана Абельсона, который мы приводили в главе 4.

Учитывая тенденцию к сокращению числа рабочих мест в нашей экономике, приятно сознавать, что у вас всегда есть еще один вариант развития вашей карьеры: при помощи нашего алгоритма вы легко можете стать журналистом, пишущим финансовые обзоры.

Вот пример обзора, скомпилированного программой Market News-O-Matic:

Рынок сегодня: акции американских компаний [выросли/упали] из-за [оптимистического/пессимистического] прогноза доходов

Виктор Нидерхоффер, младший репортер

[Первый абзац]

(Нью-Йорк, новости от Нидерхоффера) — Цена акций американских компаний [выросла/упала] в результате отчета о неожиданно [высоких/ низких] доходах [компаний], и это вызвало [оптимизм/пессимизм] относительно повышений доходов к концу года.

[Абзац о цене]

Индекс Доу [снизился/повысился] [кол-во пунктов] или [процент изменения] к [цене]. Индекс Standard & Poor's 500 [снизил-

ся/повысился] [кол-во пунктов] или [процент изменения] к [цене]. Сводный индекс высокотехнологичных компаний Nasdaq [снизился/повысился] [кол-во пунктов] или [процент изменения] к [цене].

[Абзац о Федеральной резервной системе]

Цена акций [подскочила/упала] во второй половине дня после того, как председатель ФРС Алан Гринспен сказал, что [технология повышает производительность труда и создает предпосылки для устойчивого роста экономики/слишком много людей сделали хорошие деньги на акциях, поэтому образовавшийся спрос на товары может разбалансировать экономику].

[Абзац о пропаганде прибылей]

[Прибыли компании] [подскочили/упали] [количество пунктов] или [изменение в процентах] после того, как были показаны результаты, отличающиеся от усредненного прогноза аналитиков на [количество центов/долларов] на акцию.

[Абзац с рекламой управляющего фондом]

«Акции были проданы из-за плохих доходов, но сейчас положение исправляется», — сказал [имя управляющего фондом], который управляет капиталом [сумма в долларах] в [название организации] и недавно [купил/продал] акции [упомянутой выше компании].

[Абзац «ниже своего максимума»]

Исследование, опубликованное [название фирмы], показало, что [процент] от всех акций, котирующихся на Нью-Йоркской фондовой бирже, продаются по ценам ниже, чем максимальные цены за прошедшие 52 недели.

[Абзац с прогнозом, который невозможно проверить]

«По-прежнему основное событие — доходы. Если доходы будут [высокими/низкими], рынок отреагирует [позитивно/негативно]», — сказал [имя управляющего фондом], который управляет портфелем в размере [сумма в долларах] для [название фирмы]. — Конечно, все прогнозы потеряют смысл, если война в Афганистане против Усамы бен Ладена продлится».

[Абзац «оборот повысился/понизился»]

[Число] акций [выросло/упало] на каждые [число] [выросших/упавших] акций на Нью-Йоркской фондовой бирже. Для [число] акций [процент изменения] был [выше/ниже] среднего за три месяца.

[Абзац с объяснением движения рынка]

«Дело не только в ценах и не только в фундаментальных показателях. Все решают сегодняшние психологические реакции», — сказал [имя управляющего фондом], который управляет портфелем в размере [оценка в долларах] в [название компании].

[Параграф со ссылкой на «хронического медведя»]

Большинство обозревателей согласны с прогнозом, что выздоровления экономики в следующие несколько месяцев ждать не приходится. Дэвид Тайс, управляющий фондом Prudent Bear (Благоразумный медведь), ожидает, что в следующем году рынок достигнет новых минимальных значений. Тайс недавно продал акции компаний National Semiconductor и Intel, цена которых поднялась [указать процент] за последний месяц, реагируя на позитивный прогноз относительно динамики мировой экономики.

# Часть II

---

## Практическая биржевая игра

### **«Сначала позаботьтесь о безопасности своего короля»: Урок выживания от шахматного гроссмейстера**

В первой части мы писали о недостатках традиционных подходов к инвестированию. Мы развенчали мифы и пропагандистские утверждения о взаимосвязи между прибылями компаний и приростом фондового рынка, о техническом анализе, представили подробное исследование примера хронического негативизма, «проткнули» мыльный пузырь, раздутый

вокруг недооцененных акций, провели подробное исследование новостей и обзоров фондового рынка в средствах массовой информации и количественный анализ влияния высокомерия и скромности на динамику конкретных акций. При этом мы не относимся к типу людей, которые все ниспровергают и не предлагают взамен ничего конструктивного.

Во второй части нашей книги мы представляем несколько подходов, которые могут помочь инвесторам. Мы начинаем с того, что нужно сделать в первую очередь для успеха в инвестициях: необходимо позаботиться о своем выживании.

Наши ожидания такие же бычьи, как и всегда. Мы считаем, что исследования и прогресс растопят льды пришедшего из прошлого ледникового периода, который наступил на фондовом рынке в начале столетия. Тем не менее серьезный спад рынка в 2000–2002 годах и собственный крах Вика в 1997 году побудили нас задуматься о том, как нужно страховать себя от подобных неприятностей и других рисков в будущем.

Как и любые модели, которые всегда являются упрощением, наш подход — это не панацея, но он основан на глубоких философских идеях мастера стратегии, работающего в той сфере, в развитие которой величайшие умы в истории человечества вносили свой вклад на протяжении более тысячи лет. Более того, эти идеи были проверены миллионы раз. Мы нашли свою «чашу Грааля» для трейдеров в шахматной стратегии Давида Бронштейна, гроссмейстера из России, которого считают одним из величайших в истории шахмат. В своей классической книге «Самоучитель шахматной игры» Бронштейн представил комбинированную стратегию обороны и нападения, которая и элегантна, и революционна:

В начале игры вы не должны думать ни о том, как поставить противнику мат, ни о том, чтобы быстро достичь большого материального перевеса. Суть систематического подхода состоит в том, чтобы достигать своей цели шаг за шагом. И поскольку шахматы — это противоборство, вы должны все время считаться с планами противника и думать не только о том, как поставить ему мат, но и том, как обезо-



пасить вашего собственного короля. Прежде всего, вы должны создать укрытие для вашего короля... надежно защищенный командный пост\*.

В этих советах Бронштейна можно ощутить привкус горечи. Он был советским гражданином и в 1951 году сыграл вничью матч за звание чемпиона мира по шахматам с Михаилом Ботвинником (что по тогдашним правилам позволило Ботвиннику сохранить свой титул), который был любимцем советских властей. Поскольку отец Бронштейна был диссидентом, некоторые люди предполагали, что тот не мог позволить себе выиграть матч, поскольку это поставило бы под угрозу его семью.

Давайте применим стратегию Бронштейна к инвестированию. В начале игры позаботьтесь о своей безопасности. Учтите склонность рынка преподносить вам неприятные сюрпризы и постарайтесь сделать так, чтобы он не застал вас врасплох. Защитите себя и свою семью. Примите во внимание вероятность того, что, например, долгая болезнь может оторвать вас от работы или понадобятся существенные расходы на лечение кого-то из ваших близких. Отложите деньги на обучение ваших детей в университете. Позаботьтесь о том, чтобы выделить средства на содержание вашего дома.

У нас нет конкретного и определенного совета о том, какую именно сумму нужно отложить для страховки, но прислушайтесь к совету Бронштейна:

Тем игрокам, которые по своему характеру аккуратны и осторожны, я бы дал такой совет: вы можете построить для своего короля не убежище, а настоящий «дворец», окруженный двойной стеной пешек и снабженный личной охраной.

После того как ваш король будет в безопасности, можете начинать наступление в три этапа:

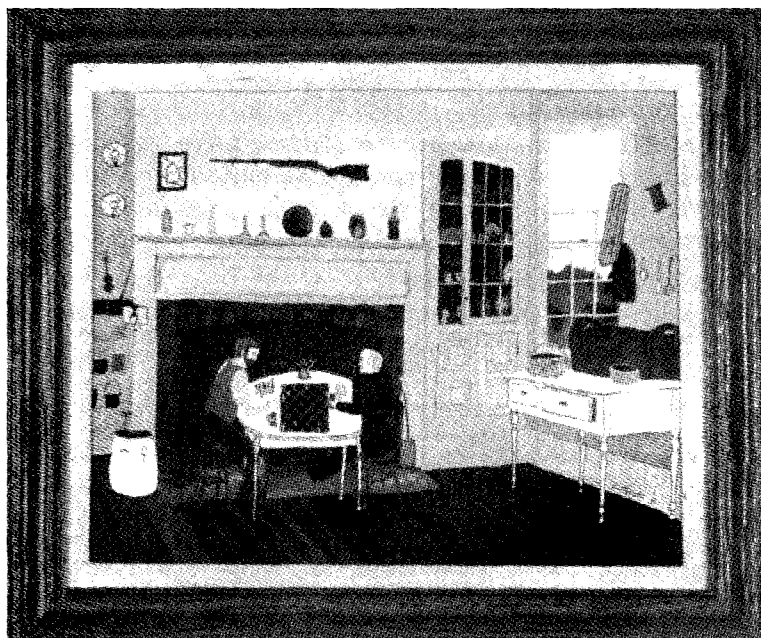
1. Сначала атакуйте и ослабляйте пешечную структуру противника.

---

\* David Bronstein. *The Modern Chess Self-Tutor*. — New York: Cadogan, 1995.

2. Затем организуйте пешечное наступление, чтобы пробить брешь в его обороне.
3. Наконец, вводите в прорыв тяжелые фигуры.

Если применить этот подход к рынку, он означает следующее: гораздо важнее добиваться устойчивого и умеренного прогресса, чем стремиться к потрясающим и искрометным победам. Вот почему люди, умеющие постоянно, каждый год добиваться результатов, которые всего на 2% лучше средних, управляют миллиардными инвестициями. Это не случайно. И после того как вы выстроили свою финансовую защиту, можно начинать с осторожных кратковременных спекуляций, покупая, когда рынок «перепродан» (цены упали слишком глубоко и быстро), и продавая, если он «перекуплен» (цены выросли слишком быстро и сильно).



Шах и мат (Чарльз Манро, 1987)

Получив хорошие прибыли и заработав капитал на подобных осторожных спекуляциях, вы можете начать смело инвестировать свой капитал на более долгий срок, не опасаясь кратковременных падений цен. Вы, таким образом, сможете претендовать на часть прибылей фондового рынка, которые за столетие составили миллион процентов, застраховав себя от риска и обеспечив свое выживание, если неожиданно налетят житейские и рыночные «бури».

Совет Бронштейна по поводу того, что опасно быть слишком близоруким и агрессивным, можно применить и к стратегии управления портфелем инвестиций:

Нельзя использовать в игре только ваши любимые фигуры. Вы должны разработать план игры, в котором ходы разных фигур были бы скоординированы так, чтобы они составляли единую группу атаки и защиты... Вы должны подумать о том, какие задачи может решить каждая из фигур сама по себе, какая поддержка от других фигур нужна для нее и как она сама может помочь другим фигурам.

Если перевести все это на язык трейдеров, акции, чувствительные к флуктуациям рынка, могут стать инструментом, уравновешивающим долгосрочный инвестиционный портфель.

Вот эта стратегия во всей своей изысканной простоте. В первую очередь позаботьтесь о защите. Не оставляйте никаких слабых мест, которыми могут воспользоваться ваши противники. Заставьте противника самого раскрыться, если он все же решится атаковать ваши хорошо защищенные позиции.

Для того чтобы «все было по-честному», а также надеясь получить дополнительную пользу от реальных знаний и опыта трейдеров-практиков, которые не имеют ничего общего с шумными заявлениями телевизионных «говорящих голов» и самозваных финансовых гуру, мы познакомили с нашей «стратегией по Бронштейну» своих друзей. Хорошо образованный и много знающий однодневный трейдер Бипин Патхак возразил нам, что мы ориентируемся на то, чтобы избежать потерь, вместо стремления получить прибыль.

Наш ответ: ты не можешь выиграть, если ты «уже труп». Как говорит Бронштейн, шахматист никогда не должен забывать о том, что его основная цель — победа. Одна крупная победа может компенсировать несколько мелких поражений, но для того, чтобы дожить до этой победы, вам нужна надежная база.

Найджел Дэвис, шахматный гроссмейстер, живущий в Лондоне, поделился с нами рядом соображений на эту тему:

Одна из особенностей шахматных правил состоит в том, что противники могут в любой момент закончить игру, «согласившись на ничью». Вы делаете свой ход, предлагаете ничью партнеру, переключаете часы, и он после этого обдумывает ваше предложение. Это вызвало появление так называемых «гроссмейстерских ничьих», когда противники соглашались на ничью очень быстро, сделав всего несколько ходов. Они названы так потому, что действительно часты, когда гроссмейстеры играют друг с другом. Их очень не любят организаторы турниров и публика, тем не менее это полезное оружие в арсенале гроссмейстера.

Когда я играл в круговых турнирах, то обычно заранее решал для себя, что ничья в тех партиях, в которых мне нужно было играть черными фигурами с сильными противниками, для меня выгодна. В эти дни я играл очень осторожно и часто предлагал ничью после 10–15 ходов. Если мой соперник хотел продолжать борьбу, ему нужно было рисковать, если же соглашался, я получал дополнительный день отдыха и мог сберечь свою энергию для следующей игры. Как и любой уважающий себя хищник, я считал, что должен выбирать в первую очередь самые слабые жертвы и уверенно расправляться с ними.

Мой опыт показывает, что игроки, которые делают в турнирах несколько быстрых ничьих, редко показывают очень плохие результаты, а вот те, кто стремится выиграть каждую партию без исключения, часто перенапрягаются и порой показывают **ДЕЙСТВИТЕЛЬ-НО** очень плохой результат.

Идея вовсе не в том, чтобы попытаться полностью исключить риск, «играть только на ничью» или отказаться от игры на рынке вообще. Рыночный кризис в конце тысячелетия и так заставил слишком многих бояться риска. Они похожи на наших дедов и отцов, которые после кризисов 20-х и 70-х годов XX века довольствуются 2% прибыли на свои акции и при малейших признаках опасности продают их с 10–15%-ным убытком, если вообще отваживаются играть на рынке.

Сегодня инвесторы, стремящиеся добиться своих финансовых целей, зависят от рынка больше, чем когда-либо раньше. Они связаны с ним через «экологическую сеть», построенную из финансовых расходов, инвестиций капитала и степени уверенности в рынке. Использование принципа «выживания» Бронштейна помогло нам повысить качество нашей шахматной игры, нашей жизни и работы на фондовом рынке.

Припомните, что в распоряжении шахматистов всего восемь пешек и восемь фигур, тем не менее игра в шахматы невероятно сложна, особенно учитывая то, что противники стремятся каждым своим ходом нарушить планы и тактические замыслы оппонента. Инвестиционная игра еще сложнее: в ней участвуют тысячи игроков, а количество возможных ходов и комбинаций практически не ограничено. С чего начать? В следующих главах мы покажем, как применять количественные методы анализа, чтобы найти и использовать выигрышные ситуации, в которых большинство игроков переоценивают степень риска и отказываются от игры.

## Глава 8

# Как избежать псевдокорреляций

---

*Я могу только сказать, что есть очень много сфер, которые подчиняются законам корреляций. Любой компетентный и заинтересованный исследователь может их успешно изучать.*

Фрэнсис Гальтон\*

**Б**ольшая часть наших знаний основана на анализе взаимной зависимости каких-то двух явлений. Но народная мудрость предостерегает: «Не все то золото, что блестит». Слушая на первом курсе «Введение в экономику», мы узнаем, что цены падают, когда растет предложение. В сфере инвестиций люди принимают решения, анализируя взаимосвязи (реальные или воображаемые) между явлениями и переменными.

---

\* Francis Galton. Kinship and Correlation//North American Review 150. Quoted in Stephen M. Stigler. The History of Statistics: The Measurement of Uncertainty before 1900. — Cambridge, MA: Harvard University Press, 1890.

Рассмотрим, например, список тех факторов, которые, как полагают, влияют на динамику цен акций. Некоторые из этих зависимостей прямые — это значит, что, если возрастают значения данного фактора, цена акций растет. При обратных зависимостях, если данный фактор принимает высокие значения, цены на акции падают. Мы составили предлагаемый вам список, используя несколько популярных учебников по инвестициям и сотни статей на эту тему, помещенных в Интернете.

### **Прямое влияние (значение фактора возрастает, цены акций тоже растут)**

- Прибыли компаний выше, чем ожидаемые.
- Изменение отношения инвесторов к фирмам, которые ранее не считались перспективными (например, в январе), на более позитивное.
- Доходность по дивидендам.
- Рост прибылей компаний.
- Доходность акционерного капитала.
- Продажи и покупки на основе конфиденциальной информации (считаются незаконными).
- Доля акций компании, которой владеет ее генеральный директор.
- Ликвидность.
- Размер долга.
- Кредитный рейтинг.
- Расходы на исследования и разработки.
- Риск.
- Рост продаж.
- Процентные ставки для краткосрочных займов выше, чем для долгосрочных.
- Степень сходства с компаниями в данной отрасли, которые находятся под угрозой поглощения.
- Скупка компанией собственных акций.

### Обратная взаимосвязь (значение фактора растет, цены акций снижаются)

- Разность между расчетной (методом наращенной прибыли) и кассовой прибылью.
- Расходы, не указанные в квартальных отчетах о прибылях.
- Доля акций, свободно обращающихся на рынке, за исключением акций, удерживаемых руководством и крупнейшими акционерами компании.
- Для взаимных фондов — высокое место в рейтинге самого фонда или его менеджера.
- Рост товарно-материальных запасов.
- Принадлежность компании к сектору экономики, который в последнее время развивался очень успешно.
- Коэффициенты цена/балансовая стоимость, цена/продажи, цена/прибыль.
- Доходность за предыдущие 36 месяцев.
- Повышение процентных ставок.
- Капитализация (согласно текущим рыночным ценам).

При помощи поисковой системы [google.com](http://google.com) в Интернете можно найти много примеров исследований подобного рода. Однако в большинстве академических исследований используется изощренный статистический анализ и ретроспективные (и часто устаревшие) данные. Постоянно изменяющиеся рыночные циклы и изменения динамики рынка практически не принимаются во внимание, неопределенность и вероятностные процессы не учитываются. Редко проводятся научно обоснованные тесты гипотетических закономерностей, которые часто существуют очень недолго (но достаточно, чтобы поверившие в них инвесторы потеряли свои деньги), а затем сменяются другими.

Единственный способ отличить эфемерные закономерности от тех, которые можно использовать на практике, — про-





вести их тестирование и научную проверку. Наш герой Фрэнсис Гальтон, основатель метода статистического анализа, часто советовал: «Считайте, считайте и еще раз считайте!» Лучший способ использования этого совета для ученых и инвесторов — построить двухмерную диаграмму рассеивания интересующих их двух переменных.



На рис. 8.1 приводится диаграмма рассеивания, которую мы использовали во второй главе, чтобы показать взаимозависимость между прибылями в данном году и доходностью фондового рынка на следующий год. Прямая наилучшего соответствия проходит под небольшим углом из левого верхнего в правый нижний угол, что свидетельствует об обратной (или негативной) зависимости между этими переменными. Это противоречит распространенным представлениям о прямой связи между ними:

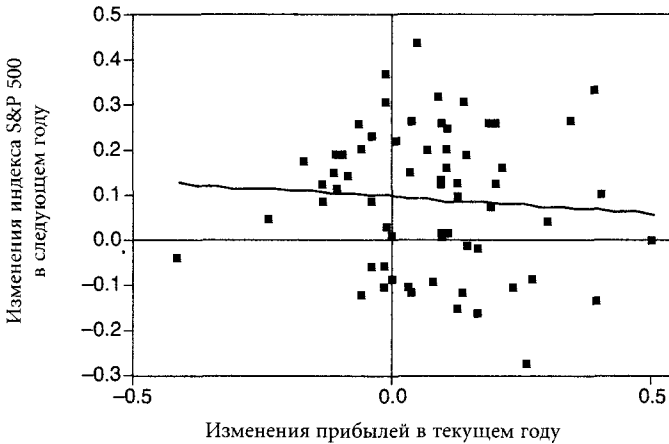
- Высокие прибыли в данном году сопровождаются снижением цен акций на следующий год.
- Снижение прибылей в данном году, напротив, чаще ассоциируется с ростом цен акций в следующем году.

Если бы угол наклона был противоположным и прямая бы поднималась слева направо, а не опускалась, зависимость между прибылями и ценами также была бы противоположной (прямой): рост прибылей в данном году приводил бы к росту цен на акции в следующем, а снижение прибылей — к снижению цен.

Важность диаграмм рассеивания признана повсеместно. Проводится масса семинаров, на которых использованию этого метода обучают бизнесменов, правительственных чиновников и исследователей самых разнообразных специальностей.

Многие полагают, что в основе успехов самой большой в мире по рыночной стоимости и объему продаж компании General Electric лежит система менеджмента под названием Six Sigma, в которой широко используются все те же диаграммы рассеивания, как свидетельствует информация, пред-

**Рисунок 8.1.** Изменения прибылей в текущем году как фактор, предсказывающий изменения индекса SPX в следующем году, по данным за 1937–2001 годы



$$y = 9,6\% - \frac{1}{5}(x)$$

$$R^2 = 0,5\%$$

Источник: Standard & Poor's Security Price Index Record

ставленная в Интернете компанией Applied Performance Strategies Inc.:

#### Система обучения методике Six Sigma «Зеленый пояс»

Участников знакомят с методологией ведения бизнеса по системе Six Sigma и дают им возможность научиться использовать статистические инструменты, необходимые для ее применения. Программа семинара построена на основе моделирования реальных ситуаций, чтобы участники изучили методологию определения, измерения, анализа, улучшения и контроля. Статистические методы включают использование схем информационных потоков, анализ стандартных операционных процедур (SOP), диаграммы взаимозависимости, процедуры типа «ввод — процесс — выход» (IPO), гистограммы, *диаграммы рассеивания (курсив авт.)*, диаграммы Парето, схемы управления, схемы процессов, планирование экспериментов, системы измерения, анализ характера и последствий отказов (FMEA).

Даже в некоторых средних школах понимают, насколько важны навыки анализа статистических данных для будущей профессиональной карьеры школьников, и начинают обучать анализу графиков рассеивания очень рано. Восьмиклассников окружной школы им. Гумбольдта в шт. Невада обучают «собирать, систематизировать, читать и анализировать данные при помощи различных методов графического представления данных, включая таблицы, линейные графики, диаграммы рассеивания [и] гистограммы; [и] использовать данные для того, чтобы делать выводы и прогнозы».

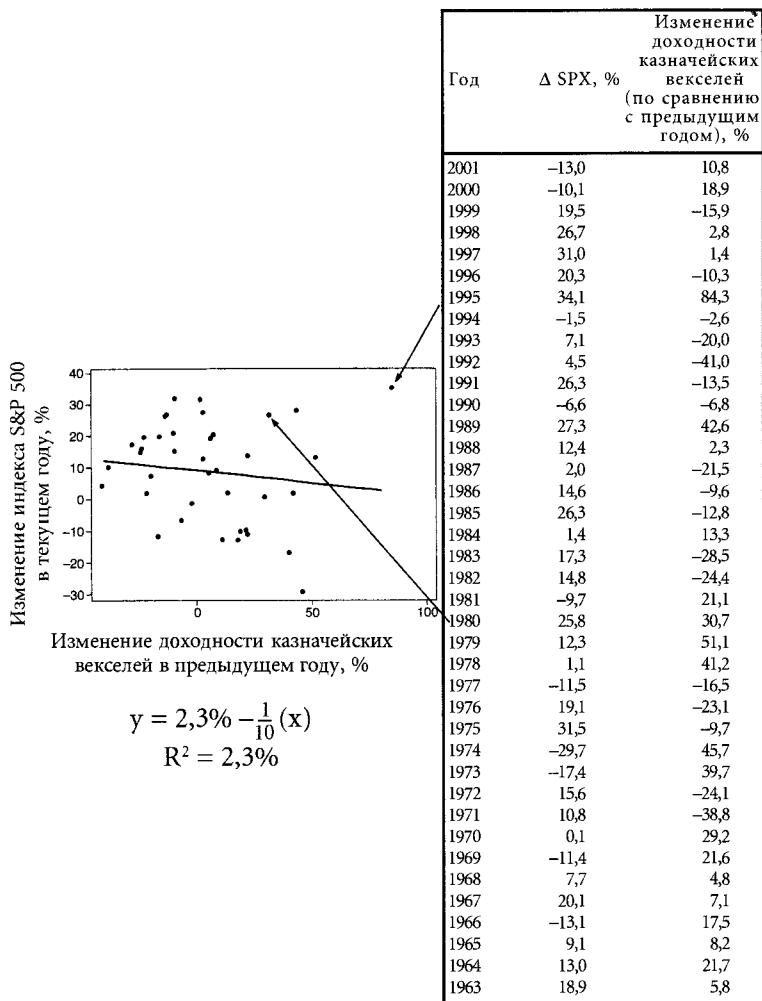
Как и все необходимое, методы, при помощи которых можно строить диаграммы рассеивания, постоянно обновляются. Лучший на сей день статистический пакет для этой цели, по нашему мнению, — это программа статистического анализа Number Cruncher Statistical System. В модуле для построения диаграммы рассеивания этой программы столько дополнительных возможностей, что Вик, которого очень трудно чем-то удивить, был готов танцевать от счастья. Там есть возможности для построения линий трендов, полиномиальных регрессий, подбора лучшей аппроксимирующей кривой, для построения графиков в логарифмическом и экспоненциальном масштабах, для построения доверительных диапазонов, трехмерных диаграмм и графиков, использования любых цветов и шрифтов.

## Как построить диаграмму рассеивания

Теперь давайте построим диаграмму рассеивания с начала до конца. Все это можно сделать при помощи коммерческих компьютерных программ, таких как Excel, Minitab или «бесплатной» программы R, но при этом необходимо понимать принципы построения этих диаграмм. Понимание метода откроет вам его новые возможности и позволит не делать ошибок.

Допустим, вы решили исследовать взаимосвязь между изменениями процентных ставок в данном году и доходностью

**Рисунок 8.2. Процентные изменения доходности казначейских векселей и соответствующие изменения цен фьючерсов на S&P 500 на будущий год**



Источник: Standard & Poor's Security Price Index Record

фондового рынка в следующем. Первое, что нужно сделать, — собрать данные об этих переменных.

Мы собрали по каждой переменной данные за 39 лет и отобрали каждую пару значений на графике, приведенном на рис. 8.2. Стрелки, которые идут от цифр в таблице к графику, показывают, где на нем отображена данная пара значений переменных. Они указывают на 1995 и 1980 годы, когда и процентные ставки, и темпы роста акций были исключительно высокими.

Принято на вертикальной оси помещать ту переменную, поведение которой предсказывается, а на горизонтальной — переменную-предсказатель. Их совместные значения отображаются на графике точками, крестиками, какими-нибудь другими графическими символами или буквами.

Если визуально облако точек вытянуто из нижнего левого в правый верхний угол, это признак прямой (положительной) зависимости, что означает:

- Высоким значениям одной переменной соответствуют высокие значения другой переменной.
- Средним значениям одной переменной соответствуют средние значения другой переменной.
- Низким значениям одной переменной соответствуют низкие значения другой переменной.

Если облако точек вытягивается из верхнего левого угла в нижний правый — это признак негативной корреляции. В этом случае, когда первая переменная принимает высокие значения, вторая принимает низкие и т. д. Если облако рассеивания бесформенное, это означает, что никакой связи между двумя переменными нет.

В нашем примере диаграмма показывает негативную корреляцию между процентными ставками в данном году и ценами на акции в следующем году.

Диаграмма рассеивания дает первое впечатление о взаимозависимости, но анализ можно продолжить. Следующий

шаг — провести ряд вычислений, которые основаны на отклонениях (или дисперсии) значений каждого наблюдения от средних величин. Цель этой процедуры — определить, насколько тесна взаимосвязь.

Для начала данные можно сгруппировать в четырехклеточной (2 x 2) таблице, в зависимости от того, ниже они или выше средних. В нашем примере среднее значение для изменения акций 8,9%, а для изменения ставок — 5,2% (табл. 8.1).

Обратите внимание, что в 15 случаях изменения двух интересующих нас переменных соответствовали друг другу, т.е. отличались от среднего в этом направлении, а в 24 случаях — были обратными, т.е. если одна переменная превышала среднее, то другая была ниже среднего. Приемлемая быстрая оценка величины взаимосвязи — это разница между количеством соответствующих и несоответствующих по разнице со средним значением пар, поделенная на количество наблюдений. В нашем случае это равно:

$$\frac{15 - 24}{39} = -0,23$$

Полученное значение  $-0,23$  — это грубая оценка корреляции, которая изменяется от  $+1$  (максимальное значение), если в 100% случаев отклонения от среднего по направлению будут соответствовать друг другу, до  $-1$  (минимальное значение), если, напротив, во всех случаях они будут разнонаправленными.

Отрицательная корреляция показывает обратную связь между процентными ставками и изменениями индекса S&P.

Для того чтобы построить таблицу  $2 \times 2$ , проведите горизонтальные прямые через среднее значение по горизонтали и через среднее значение по вертикали. Эти две прямые поделят график на четыре квадранта. Потом подсчитайте количество наблюдений в каждом квадранте и поместите результаты в таблицу.

Таблица 8.1. Таблица 2 × 2 изменения доходности казначейских векселей в данном году и прироста S&P 500 на следующий год

	Прирост S&P 500 на следующий год	
	Ниже среднего	Выше среднего
Изменение доходности казначейских векселей		
Ниже среднего	7	14
Выше среднего	10	8

### Более точная оценка взаимосвязи

Если использовать только информацию о том, превысило или нет данное значение среднее для этой переменной, теряется много информации. Можно использовать более точную меру корреляции, которая учитывает не только знак, но и величины отклонения от средних. Наиболее популярным методом измерения связи двух переменных является коэффициент корреляции.

Этот коэффициент вычисляется при помощи расчета ковариации (совместной вариации) двух переменных. Вот его формула:

$$r_{yx} = \frac{COV_{yx}}{S_y S_x}$$

где  $r_{yx}$  — коэффициент корреляции, а  $S$  — стандартные отклонения. Ковариация между  $Y$  и  $X$  определяется по следующей формуле:

$$\text{COV}_{yx} = \frac{\sum(Y_i - \bar{Y})(X_i - \bar{X})}{n - 1}$$

где  $\bar{Y}$  и  $\bar{X}$  — средние значения переменных  $Y$  и  $X$ . Таким образом, мы вычисляем среднюю величину произведения отклонений индивидуальных значений этих переменных от их средних значений. Если значение одной переменной из пары значений выше ее среднего, а другой — ниже, то их произведение при подсчете ковариации вычитается из общего итога. Размер выборки обозначен буквой  $n$  в знаменателе формулы, а единица вычитается из него для коррекции количества степеней свободы. В нашем примере зависимая переменная  $Y$  — это процентное изменение индекса S&P 500 в следующем году, а переменная  $X$  — изменение ставок казначейских векселей в текущем году.

Вот последовательность расчета ковариации двух переменных:

1. Подсчитайте среднее для всех значений переменной  $X$ , а потом сделайте то же для переменной  $Y$ .
2. Вычтите среднее из каждого индивидуального значения.
3. Перемножьте каждую пару отклонений от среднего (вариации) и сосчитайте их среднее значение.

В табл. 8.2 показан этот расчет для процентных ставок и доходности S&P 500 за последние 10 лет.

Таким образом, ковариация между  $Y$  и  $X$  равна 14,86, деленным на 10 лет минус 1, или на 9 (девять степеней свободы).

$$\text{COV}_{yx} \frac{14,86}{9} = 1,65\%$$

Для того чтобы рассчитать на основе этого значения ковариации коэффициент корреляции, посчитайте стандартные отклонения  $Y$  и  $X$ . Для этого нужно возвести в квадрат отклонения от среднего для каждой переменной и затем сложить результаты (табл. 8.3).



Таблица 8.2. Ковариация

Год	$Y_i, \%$	$Y_i - \bar{Y}, \%$	$X_i, \%$	$X_i - \bar{X}, \%$	$(X_i - \bar{X})(Y_i - \bar{Y}), \%$
2001	-13,0	-13,0 - 11,8 = -24,9	10,8	10,8 - 2,8 = 8,0	-1,98
2000	-10,1	-10,0 - 11,8 = -22,0	18,95	18,9 - 2,8 = 16,1	-3,53
1999	19,5	19,5 - 11,8 = 7,7	-15,9	-15,9 - 2,8 = -18,7	-1,44
1998	26,7	26,7 - 11,8 = 14,8	2,8	2,8 - 2,8 = 0,0	-0,01
1997	31,0	31,0 - 11,8 = 19,2	1,4	1,4 - 2,8 = -1,4	-0,28
1996	20,3	20,3 - 11,8 = 8,4	-10,3	-10,3 - 2,8 = -13,1	-1,11
1995	34,1	34,1 - 11,8 = 22,3	84,3	84,3 - 2,8 = 81,5	18,14
1994	-1,5	-1,5 - 11,8 = -13,4	-2,6	-2,6 - 2,8 = 5,4	0,73
1993	7,1	7,1 - 11,8 = -4,8	-20,0	-20,0 - 2,8 = 22,8	1,09
1992	4,5	4,5 - 11,8 = -7,4	-41,0	-41,0 - 2,8 = -43,8	3,23
Среднее	11,8	Среднее	2,8	Ковариация	14,86

Дисперсии переменных равны этим суммам, деленным на  $(n-1)$ :

$$\frac{25,7}{9} = 2,86\%$$

$$\frac{99,6}{9} = 11,07\%$$

Для того чтобы получить стандартные отклонения, нужно извлечь из дисперсий квадратный корень. Квадратный корень из 2,86% равен 16,9%, а квадратный корень из 11,07% равен 33,3%.

Затем следует подставить полученные результаты в исходную формулу:

$$r_{yx} = \frac{COV_{yx}}{S_y S_x}$$

**Таблица 8.3. Коэффициент корреляции**

$Y_i - \bar{Y}(\%)$	$(Y_i - \bar{Y})^2(\%)$	$X_i - \bar{X}(\%)$	$(X_i - \bar{X})^2(\%)$
-24,9	6,2	8,0	0,6
-22,0	4,8	16,1	2,8
7,7	0,6	-18,7	3,5
14,8	2,2	0,0	0,0
19,2	3,7	-1,4	0,0
8,4	0,7	-13,1	1,7
22,3	5,0	81,5	66,4
-13,4	1,8	-5,4	0,3
-4,8	0,2	-22,8	5,2
-7,4	0,5	-43,8	19,2
<b>Сумма</b>	<b>25,7</b>		<b>99,6</b>

$$\Gamma_{yx} = \frac{1,65\%}{(16,9\%)(33,3\%)} = 0,29344$$

Вот более элегантный способ записи формулы для коэффициента корреляции:

$$\Gamma_{xy} = \frac{\Sigma(Zx \times Zy)}{n - 1}$$

$$\text{где } Zx = \frac{Xi - \bar{X}}{Sx}$$

$$\text{и } Zy = \frac{Yi - \bar{Y}}{Sy}$$

Точно так же, как и для грубой оценки корреляции, которую мы получили из четырехклеточной таблицы, расчеты числителя и знаменателя приведенной выше формулы были основаны на отклонениях наблюдений от средних значений.

## Рабочее уравнение

Коэффициент корреляции — это рабочий инструмент для исследования зависимостей, представленных на диаграмме рассеивания. Он показывает степень линейной зависимости между двумя переменными, проявляющуюся в том, насколько плотно рассеяны точки наблюдений вокруг прямой линии наилучшего соответствия. Проще говоря, если расстояние от точек наблюдений до прямой, аппроксимирующей зависимость, небольшое, то корреляция высокая.

В нашем примере корреляция между ставками казначейских векселей и доходностью акций S&P 500 по данным за 10 лет, приведенным в табл. 8.2 и 8.3, равна 0,29, но если считать корреляцию за все 39 лет по данным из табл. 8.1, то

она будет равна  $-0,07$ . Это показывает очень характерную для временных рядов экономических данных нестабильность корреляции. В нашем случае все объясняется результатами всего одного 1995 года, когда наблюдались и высокие процентные ставки, и высокие цены на акции, что и превратило слабую отрицательную корреляцию в положительную. (Мы благодарим Стива Стиглера за то, что он обратил наше внимание на этот «выброс» в данных.) В мире спекуляций на фондовом рынке на такую корреляцию опасно рассчитывать. На практике мы обнаружили, что только корреляция выше  $0,10$  или ниже  $-0,10$ , базирующаяся на 100 или более наблюдениях, может быть полезной.

Мы используем при принятии решения о пользе корреляции такой принцип: произведение коэффициента корреляции и количества наблюдений должно быть не меньше 10. Так, для 50 наблюдений можно считать значимой корреляцию  $0,20$ , а для двадцати наблюдений значимая корреляция не должна быть меньше  $0,50$ .

Информация, которую дает коэффициент корреляции, может быть полезна инвестору во многих отношениях. Например, она может показать, в какой степени изменения переменной  $Y$  могут объясняться изменениями переменной  $X$ . В нашем случае — в какой степени изменения цен на акции S&P 500 могут объясняться изменениями учетных ставок.

Еще один способ выразить ту же самую идею: квадрат коэффициента корреляции показывает ту долю изменений одной переменной, которая объясняется другой переменной, а не случайными отклонениями от среднего.

Коэффициент корреляции нельзя использовать для того, чтобы прямо предсказывать изменения зависимой переменной по изменениям значений независимой, — для этого нужно рассчитать уравнение. Уравнение регрессии показывает положение на диаграмме рассеивания прямой наилучшего соответствия наблюдениям. Положение этой прямой задается ее углом наклона и точкой пересечения с осью  $Y$ . Значение угла

наклона определяется по такой формуле: это коэффициент корреляции между двумя переменными, умноженный на стандартное отклонение переменной  $Y$  и поделенный на стандартное отклонение переменной  $X$ .

Для нашего примера уравнение регрессии будет выглядеть следующим образом:

Прирост S&P 500 = 2,3% — 0,1 процентного изменения доходности казначейских векселей.

Наиболее часто уравнение регрессии рассчитывается по методу наименьших квадратов, который направлен на то, чтобы минимизировать сумму квадратов отклонений наблюдений от прямой наилучшего соответствия уравнения регрессии. Эта прямая всегда проходит через точку, координаты которой — средние значения переменных  $Y$  и  $X$ . Для того чтобы вручную начертить на диаграмме рассеивания прямую наилучшего соответствия, нужно найти эту упомянутую выше точку, а затем вторую точку, в которой прямая должна пересечь ось  $Y$  (координаты этой точки задаются по средним значениям  $Y$ , когда  $X$  примерно равен нулю), и провести через эти две точки прямую. Если вас интересует для прогнозирования или контроля мера рассеивания точек наблюдений вокруг прямой наилучшего соответствия, проведите параллельно этой прямой еще две прямые — выше и ниже ее — так, чтобы между ними оказалось 95% всех точек наблюдений.

Есть еще много способов использования диаграмм рассеивания, кроме тех, о которых мы уже сказали. Одно из самых полезных применений диаграмм — то, что они позволяют визуально обнаружить «выбросы» в данных, которые могут объясняться как ошибками при сборе и подготовке данных, так и резким изменением тренда. Можно сделать диаграммы еще более наглядными и полезными. Для этого применяются цвета, буквы или символы для обозначения различных групп наблюдений. Часто используют хорошо различимые зеленый и желтый цвета и буквы H, Q и Z. Выделение групп наблюде-

ний со сходными характеристиками может помочь обнаружить важные закономерности, которые не выявляются стандартными компьютерными программами.

Можно также использовать линии различной толщины с тенями. На эту тему очень много информации можно найти в Интернете, например поисковая система google.com нашла 1580 ссылок на тему «дополнительные возможности для диаграмм рассеивания» (scatter diagram enhancements).

Наш любимый способ улучшения графического решения диаграммы — это обозначение временной последовательности точек данных. Для этого мы поочередно соединяем стрелками точки наблюдений в хронологическом порядке — от самых ранних до самых поздних.

## Избегайте неверных выводов

Что бы вы ни анализировали, нельзя всецело полагаться на диаграммы рассеивания, корреляции или уравнения регрессий. Эти коэффициенты не всегда отражают причинные зависимости между рядами данных. Корреляции, которые кажутся значимыми и статистически достоверными, на самом деле могут объясняться воздействием абсолютно случайных факторов.

Особенно высока вероятность неправильной интерпретации графиков и диаграмм. Знаменитый пример заблуждений подобного рода относится к «закономерностям», обнаруженным в расположении точек, куда попадали немецкие бомбы при авианалетах на Лондон во время Второй мировой войны. Газеты публиковали карты с расположением этих точек, и лондонцы изучали их, а когда находили районы, куда бомбы не попадали, приходили к заключению, что там прячутся немецкие шпионы. Последующий статистический анализ показал, что никакой закономерности не было и попадания бомб были абсолютно случайными. Обсуждение склонности людей видеть причинность в абсолютно случайных данных, таких, на-

пример, как географическое распределение случаев заболевания раком, можно найти в книге Рида Хэсти и Робина М. Доу-са *Rational Choice in an Uncertain World* (Рациональный выбор в неопределенном мире)\*.

Одна из наиболее серьезных проблем подобного рода — это выводы о причинах тех или иных событий и явлений на основании ошибочных или ложных корреляций. Подобные некорректные выводы делаются, как правило, тогда, когда:

- не принимается во внимание, что данные могут объясняться воздействием чисто случайных факторов;
- не берут в расчет третью переменную, которая и определяет изменение двух переменных;
- не принимается во внимание изменчивость самой популяции данных;
- при ошибке агрегации.

К сожалению, во многих исследованиях закономерностей динамики рынка делаются одновременно все указанные выше ошибки. Вы можете найти примеры в академических исследованиях, уже цитировавшихся в этой книге, однако еще лучшим введением в эту проблему может быть соревнование на лучший пример псевдокорреляций *Spurious Correlations Contest*, которое проводит университет *Purdue*.

Пример, признанный наиболее исключительным в 1998 году, действительно актуален и уникален. Рон Мэйкер использовал корреляцию между численностью населения немецкого города Ольденбурга и численностью замеченных там аистов.



В Ольденбурге самая высокая в мире доля жителей, которые читают работы философа Эммануила Канта, причем каждый год в город переселяются все новые поклонники философа. Поскольку философские дискуссии о Канте становятся более и

---

\* Reed Hastie and Robin M. Dawes. *Rational Choice in an Uncertain World*. — London: Sage, 2001.

более оживленными, поварам приходится готовить все больше колбас (*wurst* — нем.). Их количество растет, а качество снижается. Из-за плохой колбасы, как известно, нарушается логика рассуждений. Это ведет к абсолютно неправильным интерпретациям произведений Канта, называемым по-немецки *unkantver-stehenlassenhummels*. Письменные дискуссии на эту тему серьезно ухудшают зрение жителей города, поскольку им приходится постоянно читать и писать такое длинное слово. Проблемы со зрением приводят к тому, что аистов замечают даже тогда, когда их нет поблизости, поэтому данные об аистах оказываются завышенными минимум в два раза\*.

## Недооценка случайных факторов

Давайте проанализируем проблему ложных корреляций. Игнорирование случайных факторов или случайных колебаний величин переменных — это одна из самых распространенных ошибок при анализе корреляций между параметрами динамики рынка. Почти все «закономерности», о которых вы читаете в финансовой периодике о динамике рынка, объясняются на самом деле чисто случайными процессами и факторами. Самый характерный пример подобного рода — это благоговейный пересказ журналистом рекомендаций какого-нибудь менеджера взаимного фонда относительно тех или иных конкретных акций или общей тенденции движения рынка. «Мистер X может предсказать абсолютный максимум цен. Он купил акции, когда их цена достигла абсолютного минимума, и написал об этом книгу. Он купил акции ABC перед недавним подъемом цен и не будет их продавать, пока цена не достигнет 100 долл. за акцию». Ну да, конечно. Среди десятков тысяч менеджеров и консультантов всегда найдутся один-два, которые точно «попали в яблочко». Но действительно ли их успех объясняется какой-то особой прозорливостью? Более вероятное объяснение — простая удача.

---

\* Purdue University's Spurious Correlations Contest, 2000 Winners (2001). Available from <http://www.mrs.umn.edu>.



Классическая инвестиционная афера использует как раз неспособность большинства инвесторов принимать во внимание роль случайности. Половине клиентов рассылается какой-то прогноз будущей динамики рынка, вторая половина получает прямо противоположное предсказание. Тех, кто, как покажет реальный ход событий, получил правильный прогноз, снова делят на две половины и посылают им новую пару прогнозов. После примерно пяти повторений подобной процедуры у вас будет небольшая, но преданная группа приверженцев, уверенных в том, что вы — инвестиционный гений. Вот тут настает время требовать высокие гонорары за ваши консультации.

Подобная проблема характерна для обсуждения корреляций технических индикаторов и реального поведения рынка. На рынке предлагается, как мы уже писали, такая уйма технических индикаторов, что всегда какой-то из них «сработает» и какой-то специалист по техническому анализу или организатор учебных семинаров по этой теме «поймает удачу за хвост» и станет популярным.

Рассуждения, приведенные в третьей главе книги Вика *The Education of a Speculator*, показывают, как даже очень длинная цепочка последовательных изменений цен в одном и том же направлении может быть абсолютно случайной. В 1995 году иена падала в каждую пятницу на протяжении 16 недель подряд. Но если посмотреть динамику цен на разнообразные ценные бумаги и другие товары за достаточно долгий промежуток времени, окажется, что в подобном поведении цен нет ничего исключительного. То же самое относится и к другим легендарным индикаторам поведения фондового рынка, таким как Super Bowl или January barometer (Январский барометр)\*. Список примеров можно продолжить.

---

\* Некоторые инвесторы утверждают, что победитель финала чемпионата США по американскому футболу (Super Bowl) помогает предсказать, будет ли рынок в наступившем году бычьим или медвежьим, другие доверяют January barometer, считая, что тенденции изменения цен на акции в январе сохранятся весь год.

Есть отличное противоядие от необоснованных выводов на основе чисто случайных данных. Нужно прочитать учебник по статистическому анализу, особенно главу о множественных сравнениях. Можно рекомендовать хорошую книгу, написанную Юзефом Хохбергом и Аджитом Тамане, — *Multiple Comparison Procedures* (Процедуры множественных сравнений), опубликованную издательством John Wiley & Sons в 1987 году. Суть подобных работ в том, что они показывают, что нужно учитывать, если вы ищете закономерности в огромных массивах данных, и что даже благодаря большой выборке наблюдений можно получить «закономерности» чисто случайно.

### Ошибка пропуска, или отсутствующая третья переменная

Вторая наиболее распространенная причина ошибочных выводов о динамике акций — изменчивость и отсутствие в анализе третьей переменной, которая на самом деле и объясняет закономерность. Давайте снова обратимся к посланцам известий о прибавлении семейства — скандинавским аистам. Данные из Германии, Дании, Норвегии показывают, что чем больше становится аистов, тем больше рождается младенцев. В книге *The New Statistical Analysis of Data* (Новый статистический анализ данных) Т.У. Андерсон и Джереми Д. Финн объяснили эту корреляцию достаточно убедительно: «Районы, где высокая плотность населения, имеют и высокую рождаемость, кроме того, там много зданий, на трубах которых любят гнездиться аисты». Таким образом, именно плотность населения объясняет и высокую рождаемость, и относительно большое количество аистов. Схема на рис. 8.3 иллюстрирует это объяснение.

Хорошо бы всем, кто исследует фондовые рынки, повесить этот рисунок над своим рабочим столом, чтобы никогда не забывать о такой ошибке.



**Рисунок 8.3. Много аистов, много младенцев**

*Источник:* The New Statistical Analysis of Data, Springer-Verlag, 1996. Разрешение на использование получено

Можно привести массу примеров пропуска третьей переменной из практики исследований финансового рынка. Показательны исследования обоснованности технических индикаторов, которые основаны на изменениях настроений инвесторов. Все они показывают, что после того, как настроения становятся слишком оптимистичными, рынок превращается в медвежий, а когда преобладает излишний пессимизм, он вскоре становится бычьим. Как показано в главе 3, посвященной техническому анализу, есть сильная отрицательная корреляция между последними тенденциями рынка и тем, что происходит в будущем.

Но все индикаторы настроений, такие как процент консультантов, которые дают бычьих рекомендации, и приток денег в инвестиционные фонды, значимо и положительно коррелируют с последними движениями рынка. Таким образом, если цены существенно повышались за последние две недели, настроения становятся оптимистичными, а это предвещает медвежьи тенденции в развитии рынка. И наоборот: если рынок существенно падал, настроения становятся негативными и рынок вскоре продемонстрирует бычьи тенденции. Настроения косвенно свя-

заны с будущими движениями рынка, но только потому, что сами они определяются текущей ситуацией на рынке.

## Ошибка изменчивости

Корреляции, о которых сообщается в литературе о рынках, часто не принимают во внимание значимые изменения сущности одной из переменных. Хелен Уокер, профессор статистики из Университета Колумбии, приводит такой пример псевдокорреляции, чтобы проиллюстрировать эту проблему. Молодых женщин учат ходить, «как модели», т. е. ставить ступни по одной линии, поскольку при такой походке женщины соблазнительно покачивают бедрами. Пожилые женщины, меньше озабоченные тем, чтобы выглядеть привлекательно, ставят ступни шире и не пытаются идти «по одной линии». Вряд ли более старший возраст — это следствие походки. Более вероятна гипотеза, что с возрастом женщины при ходьбе расставляют ступни шире, но при этом игнорируется еще одно существенное объяснение. Сегодняшних пожилых женщин в детстве учили такой походке, когда носки разворачиваются наружу, а теперь девочек учат ставить ступни параллельно. Поэтому вывод о том, что походка меняется с возрастом, не вполне верен.

Исследования, в которых продолжительность жизни сопоставляется с профессией и основным занятием, особенно подвержены псевдокорреляциям. Стивен Стиглер в книге *Statistics on the Table* (Статистика на столе) приводит пример швейцарского исследования 1835 года, которое обнаружило, что ученые-естествоиспытатели в среднем доживали до 75 лет, в то время как средний возраст умерших студентов составил 21 год.

Все же подростку, размышляющему о том, какую профессию выбрать, когда он вырастет, стоит посоветовать обратить больше внимания на содержание профессии, а не на среднюю продолжительность жизни ее представителей, тем более что многие люди меняют профессию в течение своей жизни. В кон-

це концов большинство тех, кто был студентом, умирают отнюдь не студентами: если уж им удалось пережить этот «опасный студенческий возраст», то они становятся естествоиспытателями, или скульпторами, или клерками...

Исследование продолжительности жизни дирижеров отлично иллюстрирует еще одну ошибку многих исследований влияния на продолжительность жизни профессии и образа жизни: часто игнорируется тот факт, что для получения целого ряда профессий нужно просто дожить до определенного возраста. В среднем дирижеры доживают до 74 лет, у поэтов же средняя продолжительность жизни значительно меньше, но это не значит, что будущие поэты могли бы прожить значительно дольше, если бы избрали профессию дирижера. Для того чтобы стать дирижером, нужна очень длительная профессиональная подготовка, и практически никому не удается стать дирижером раньше 35 лет. Те, кто умер в детстве, в юности или до 35 лет, так и не стали дирижерами. Если учесть эти данные, иллюзия «долгожительства дирижеров» рассеивается. Дело в том, что средняя продолжительность жизни всех мужчин, доживших до 35 лет, независимо от их профессии, — примерно 74 года, в точности такая же, как и у дирижеров.

Этот тип ошибки корреляционного анализа очень хорошо известен, но появляется вновь и вновь в исследованиях Уолл-стрит. Если используются данные только по «выжившим» на рынке компаниям, то часто делается вывод, что так называемые «недооцененные акции» — это отличные инвестиции. Более тщательный анализ показывает, однако, что эти результаты существенно искажены за счет отсеивания данных, не соответствующих гипотезе. Акции мелких компаний часто не анализируются, пока они не достигнут определенного размера, поэтому отбрасываются данные по многим быстро растущим компаниям. В то же время среди недооцененных компаний много таких, которые испытывают существенные финансовые трудности. Если они терпят банк-

ротство, то данные о них также отбрасываются. Если они выживают, то учитываются.

Ретроспективные выводы о супервыгодных инвестициях в «недооцененные компании» как раз и делаются потому, что учитываются только те компании, которые «выжили», а те, которые «погибли», не принимаются во внимание. Если исправить указанный выше недостаток, исследование Джеймса П. О'Шонесси могло бы служить примером хорошего, профессионального исследования. Но обратите, однако, внимание на то, что О'Шонесси решил уйти из бизнеса, связанного с взаимными фондами, после того как его взаимный фонд, основанный на моделях инвестиций в «недооцененные акции» из его книги *What Works on Wall Street* (Что работает на Уолл-стрит), показал плачевные результаты\*. Следующее начинание О'Шонесси — попытка торговать корзинами акций в Интернете — также прожило недолго, и его веб-сайт закрылся в сентябре 2001 года. Почти все остальные взаимные фонды, построенные на тех же предположениях, показали сходные незавидные результаты. Показательный пример — это фонд Rea-Graham, который одним из первых попытался использовать открытые Бенджамином Грэмом корреляции между «недооцененностью акций» и их будущей доходностью. Результаты фонда оказались такими, что он получил самые низкие рейтинги во всех категориях, но на бумаге до поры до времени все выглядело очень привлекательно.

### Ошибка агрегации

Если низкий коэффициент P/E предвещает высокую доходность индивидуальных акций, то низкое значение P/E для всего рынка также должно предсказывать высокую доходность рынка — это пример выводов, которые статистики называют «ошибками агрегации».

---

\* James O'Shaughnessy. *What Works on Wall Street*. — New York: McGraw-Hill, 1998.

## Проклятие ложных корреляций

Было показано, что умение читать коррелирует с размером обуви, но это не значит, что если покупать детям обувь на пару размеров больше, то они быстрее начнут читать, как и не стоит опасаться чрезмерного роста ступни, если ваш ребенок много читает. Здесь просто есть еще одна переменная, которая влияет и на то, и на другое, — возраст. Когда дети становятся старше, они начинают лучше читать, но и ступня у них растет.



Всех студентов учат быть осторожными и не отождествлять корреляцию с причинной связью. Поразительно, как часто об этом забывают исследователи и аналитики, работающие в самых разнообразных сферах. Они постоянно рассуждают о корреляциях того или иного индикатора и желаемого результата. Если бы они не забывали об исследованиях, посвященных аистам, размеру ботинок, дирижерам и т.п. и уделяли больше внимания анализу диаграмм рассеивания, то меньше времени теряли бы на разработку систем, построенных на ложных основаниях.

В комической опере Джилберта и Салливэна *Rudigore* один из персонажей, Маргарет, теряет рассудок, поскольку баронет, которого она любит, проклят и обречен совершить в будущем преступление. Рассудок к ней временно возвращается, только если произнести слово «Бэйсингсток».

В финале оперы решение найдено, проклятие снято, и все счастливые герои решают обосноваться в идиллическом нью-гемпширском городке Бэйсингсток.

Когда Лорел еще работала редактором финансовых новостей, Вик часто предупреждал ее о том, что не стоит приписывать сдвиги цен различным эфемерным причинам и факторам и обобщать частные примеры, связанные с ростом или падением отдельных акций. В конце концов Вик сократил свое предупреждение до одного кодового слова — «Бэйсингсток».

Гораздо более серьезная ошибка — приписывание причинности совершенно случайной корреляции двух факторов. Поскольку такая ошибка действительно «серьезное преступление», мы рекомендуем читателям, которые почувствуют искушение его совершить, повторить три раза слово *unkantverstehenlassenhimmels*. Наградой для читателей, которые будут ревностно выполнять этот прием, станет ранний выход на пенсию, жизнь в замечательном особняке и частые и обильные колбасные трапезы в германском городе Ольденбурге.



## Глава 9

# Будущее доходов

*Источник всех триумфов на рынке — это не бычьи или медвежьи ориентации, а пылливый человеческий ум.*

Письмо Бретта Стинбаргера,  
доктора наук, 23 июля 2002

**В** истории науки есть много примеров, когда создание монументальных баз данных приводило к научным революциям. Тщательные астрономические наблюдения и вычисления Тихо Браге, ставшие реальными благодаря новым телескопам, помогли Иоганну Кеплеру вывести законы движения планет. Данные по классификации растений, собранные Карлом Линнеем в начале восемнадцатого столетия, стали основой для эволюционной теории Чарльза Дарвина. Скрупулезные и точные анализы атомных весов различных химических элементов, поведенные Генри Кавендишем и Антуаном

Лавуазье, помогли Дмитрию Менделееву создать периодическую таблицу.

Подобный прорыв в исследовании инвестиций произошел в 60-е годы, когда Центр исследований ценных бумаг Чикагского университета впервые опубликовал надежную и всеобъемлющую базу данных ежедневных изменений цен акций американских компаний с 1926 по 1960 год. Анализ ценных бумаг после этого события начал бурно развиваться. Вклад исследователей в анализ инвестиционных портфелей, сделанный на основе этих данных, в структуру капитала корпораций, цены опционов, исследования гипотезы «эффективного рынка» и теории рационального выбора хорошо известны и отмечены Нобелевскими премиями. Об этом можно прочесть в любом стандартном университетском учебнике.

Понадобилось еще сорок лет, чтобы создать сравнимые базы данных для всех стран. Этот грандиозный проект был реализован Элроем Димсоном, Полом Маршем и Майком Стантоном из школы бизнеса Лондонского университета. Эти три профессора опубликовали результаты своих исследований в 2002 году в книге под названием *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Триумф оптимистов: 101 год доходов глобальных инвестиций). На страницах этой книги инвестор может найти надежную и точную информацию о доходности акций с поправкой на инфляцию, сравнить ее с данными о доходности облигаций и казначейских векселей. Можно также проследить корреляции между рынками различных стран мира и сравнить доходность недооцененных акций (*value stocks*) и акций роста (*growth stocks*).

В отличие от многих других академических трудов в ней вы не найдете поспешных обобщений и некорректных процедур построения выборки. Авторы справедливо критикуют другие публикации за произвольный и необоснованный выбор начальной и конечной даты наблюдений, тенденции исключать данные, не соответствующие гипотезе, и обращение к данным толь-

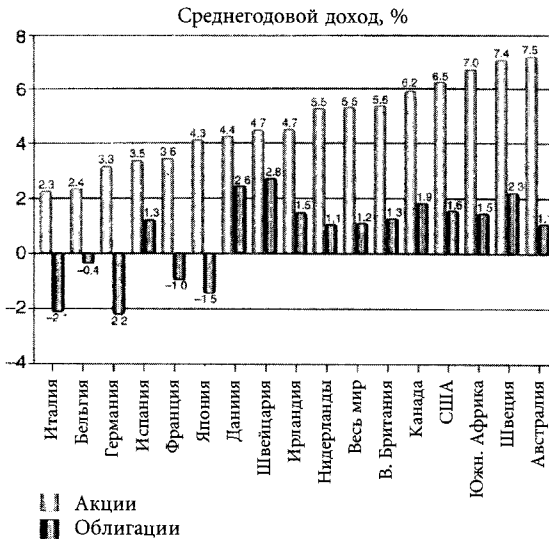
ко небольшой части рынка. И действительно, эта работа — выдающееся исследование.

Великих результатов можно добиться в очень скромных условиях. Шекспир был не только актером, но и предпринимателем: он перерабатывал старые сюжеты, чтобы дать возможность заработать на жизнь своей труппе. Сервантес написал пародию, иронизируя по поводу маниакальной страсти к романам о странствующих рыцарях, чтобы расплатиться с долгами. Рабле писал юмористические произведения, чтобы помочь излечиться своим больным пациентам. Димсон сказал нам, что он с коллегами расценивает свое исследование как «работу, сделанную с любовью, скромный труд, который привел к созданию книги для чтения в самолете». И затем добавил: «Впрочем, наши близкие, наверное, расскажут вам об этом нашем увлечении в более резких выражениях». Стаунтон, собиравший статистические данные в специализированных библиотеках, предпочитал лично просматривать первичные источники, не перепоручая эту работу никому другому. Его докторская диссертация посвящена динамике цен на авиабилеты.

Основной вывод, к которому приходят авторы, — это то, что в среднем акции американских компаний принесли за двадцатое столетие 1 500 000% дохода. Но случались и большие потери. Например, за два убыточных года — 1932 и 1933 — акции упали в цене: на 28% в первый год и еще на 44% во второй; сходная картина наблюдалась и в десятилетие с 1970 по 1979 год, когда цены на акции практически не росли, а доллар потерял 28% своей покупательной способности.

И все же в целом, если сделать поправку на инфляцию, средний доход на акции компаний США составлял 6% в год — выше, чем для других типов ценных бумаг. Более того, сравнимый уровень доходности акций был отмечен и в других индустриальных странах. Причем в Швеции и Австрии он оказался даже выше (рис. 9.1).

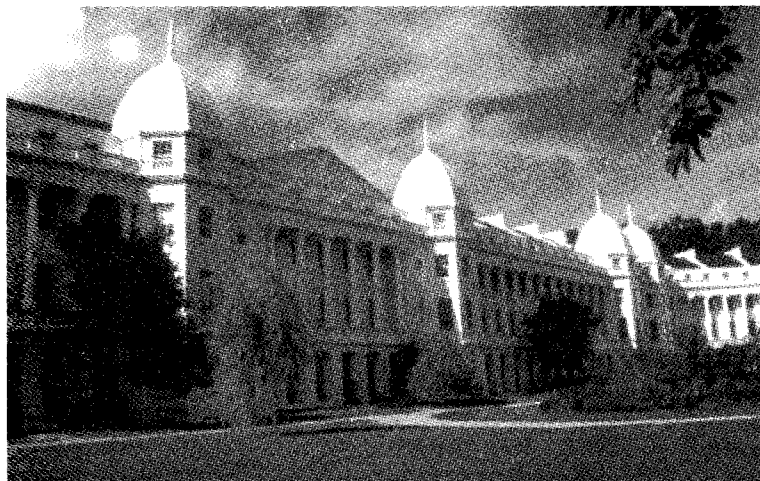
Рисунок 9.1. Номинальный и реальный доход (1900–2001)



Источник: Elroy Dimson et al., *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press, 2002. Публикуется с разрешения авторов

## Новые предсказатели

На искусство прогнозирования это исследование в двадцатом столетии оказало огромное влияние. В древние времена люди отправлялись в Дельфы, чтобы получить ответы на сложные вопросы у оракула. Там, среди высоких гор, они с благоговением выслушивали мистические откровения о том, где создавать новые колонии или стоит ли начинать войну. Откровения, которыми жительницы Дельф поражали паломников, использовали данные, поставляемые разведывательной сетью жрецов, разбросанной по всему миру. Но, что еще важнее, предсказания оракула были настолько двусмысленными и туманными, что жрецы Дельфийского храма могли объявлять

**Рисунок 9.2. Лондонская школа бизнеса**

их сбывшимися, независимо от того, какие события происходили в реальности. А вот мы не побоимся сделать совершенно конкретное предсказание: те, кто будет пытаться предсказывать будущее в XXI веке, не смогут обойтись без базы данных о 14 странах, созданной Димсоном и его коллегами из Лондонской школы бизнеса. Не правда ли, греческие колонны на ее фасаде напоминают об античных предшественниках (рис. 9.2 и 9.3).

Лондонский «оракул» получил от нас вопрос, не менее важный, чем те, которые задавали древние, заданный Фредериком С. Шаракком, одним из наших читателей: «Какие конкретные компании или компанию вы бы выбрали в 1900 году, чтобы получить эти самые 1 500 000% прибыли? Есть ли в реальности хоть одна компания, которая существовала на рынке все это время и, действительно, показала подобный результат, или эти исследования основаны на сводных индексах, в которых новые успешные фирмы замещают неудачников до тех пор, пока сами не попадут в их число и не сойдут со сцены? Не ис-

Рисунок 9.3. Храм Аполлона в Дельфах



казят ли подобные замены все индексы в сторону завышения прибылей?» Вот ответ Димсона:

Если внимательно присмотреться к компании, которая просуществовала на рынке довольно долго, то ясно видно, что со временем у нее сменились и оборудование, и штат сотрудников. Бизнес существенно меняется, но для акционеров это не играет роли. Аналогично, взаимный фонд, который проживет долгое время, существенно изменит свой портфель ценных бумаг. Все, что нужно делать инвестору, — это «следить за деньгами». Именно такая инвестиционная стратегия лежит в основе наших индексов. Индексы отражают интегральные результаты всего портфеля и долговременную стратегию. И нет необходимости в том, чтобы какая-то конкретная компания действовала на рынке в течение всех этих лет.

Не удовлетворяйтесь прибылью в 1 500 000%

Мы смиренно попытались воспользоваться результатами Димсона и его коллег в наших собственных исследованиях. Для начала мы решили выяснить, нужно ли инвестору проявлять активность на рынке постоянно или более прибыльной будет тактика «точечных» выходов на рынок в удачное время, которая так эффективна в других областях. Мы предложили две «вариации», которые могут увеличить эффективность простой долговременной инвестиционной стратегии «покупай — придержи — продавай». Мы также обратились с просьбой помочь в этом вопросе к нашему коллеге — трейдеру Аликсу Мартину, и он предложил еще одну «вариацию», которую мы также представляем в этой главе.

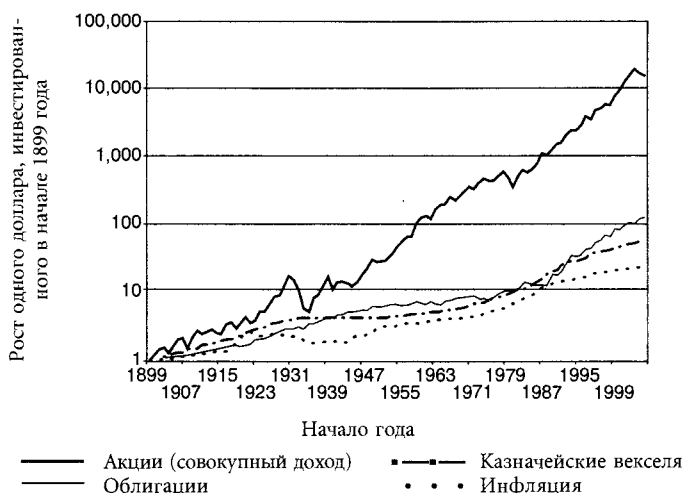
*Вариация 1: Падение, передышка и прыжок*

Если бы Коул Портер положил тему *Triumph* на музыку *Night and Day* (День и ночь), у него бы получилось примерно так:

Как надежная поддержка друга,  
Как вечные струи водопада Виктория,  
Как постоянный электрический ток,  
Как устойчивый подъем индекса Доу,  
Как победный звон кассового аппарата,  
Как корабль, входящий в док,  
Так и мой внутренний голос постоянно повторяет:  
Акции, акции, акции...

Читатели могут возразить, что фондовый рынок развивается неравномерно, что для него характерны постоянные спады и подъемы. Но, посмотрите на график, показывающий, какой доход принес в 2001 году доллар, инвестированный в 1899 году: на нем спады выглядят как небольшие сбои, даже такой весомый, как спад 1929–1933 годов. Спады же 1987 и 2000–2002 годов вообще еле заметны (рис. 9.4).

**Рисунок 9.4. Номинальная доходность различных типов ценных бумаг США**



Источник: Данные за 1899–2000 годы, приведенные Э. Димсоном и др. в книге *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*. Обновлены компанией Niederhoffer Investments

Даже в этом случае можно добиться результата, существенно лучшего, чем 1 500 000% прибыли, если покупать на второй год после спада (табл. 9.1). С 1899 по 2001 год негативные доходы (или убытки) наблюдались в 26 случаях.

Доходность через два года после спада в среднем составила 16%, причем повышение наблюдалось в течение 23 лет, а понижение — только в течение двух лет. Стандартное отклонение невелико — 19%.

Табл. 9.2 показывает корреляцию между доходностью в прошедшем и в будущем годах для всех временных периодов. Тенденция «возвращения к среднему» удивительно последовательна.

Корреляция между уровнем дохода в данном году и доходом через два года, как видите, отрицательная (–0,25). Это статистически значимый результат для данных за сто лет. Вероят-



Таблица 9.1. Улучшенная стратегия

2 года + 1		
Два года назад	Год назад	Доходность, % годовых
–	–	16
–	+	16
+	–	13
+	+	9

ность случайного получения такого результата лишь 1 к 100 (табл. 9.3).

Как мог сказать об этом Коул Портер:

Вверх и вниз — вот как надо торговать.

Покупайте после года падений,

А потом продайте с прибылью.

Затем отдохните год,

Решая, подъем это или спад.

Послушайтесь нас: мы проверили это всеми способами.

### Вариация 2: Счастливая пятерка

Сезонность — один из факторов, который может стать причиной вариации доходности акций. Авторы *Triumph* выясняли, существуют ли такие месяцы в году, когда наиболее вы-

Таблица 9.2. Корреляция между текущим и предыдущими годами

Корреляции, %	
1 год назад	–2
2 года назад	–25
3 года назад	–4
4 года назад	–2
5 года назад	–17
6 года назад	–5

Таблица 9.3. Покупайте акции на второй год после падения

Год	Совокупный доход, %	Через два года	Совокупный доход, %
1903	-0,15	1905	0,22
1907	-0,29	1909	0,2
1910	-0,09	1912	0,07
1913	-0,08	1915	0,39
1914	-0,06	1916	0,06
1917	-0,19	1919	0,21
1920	-0,18	1922	0,31
1929	-0,15	1931	-0,44
1930	-0,28	1932	-0,1
1931	-0,44	1933	0,58
1932	-0,1	1934	0,04
1937	-0,35	1939	0,03
1940	-0,07	1942	0,16
1941	-0,1	1943	0,28
1946	-0,06	1948	0,02
1957	-0,1	1959	0,13
1962	-0,1	1964	0,16
1966	-0,09	1968	0,14
1969	-0,11	1971	0,18
1973	-0,19	1975	0,38
1974	-0,28	1976	0,27
1977	-0,03	1979	0,26
1981	-0,04	1983	0,23
1990	-0,06	1992	0,09
1994	0	1996	0,21
2000	-0,11		
2001	-0,11		
	Количество наблюдений	25	
	Средний доход	0,16	
	Модальный доход	0,18	
	Значимое отклонение	0,19	
	Процент роста	92%	

Таблица 9.4. Средний доход

Последняя цифра номера года	Доходность, %
0	1
1	6
2	10
3	10
4	12
5	32
6	11
7	0
8	25
9	13

годно продавать и покупать. Проверая гипотезу, действительно ли выгодно покупать в январе, они пришли к выводу, что покупка акций небольших компаний в этом месяце может принести хороший доход. Они полагают, что летом рынок может расти, хотя это и противоречит распространенным представлениям о «летнем спаде». Такие вопросы, как полагают авторы, до сих пор «продолжают интриговать инвесторов».

Нас они заинтриговали достаточно, чтобы провести исследование, целью которого было выяснить, нет ли связи между последней цифрой, на которую оканчивается номер года, и доходностью акций. Мы заинтересовались, можно ли утверждать, что годы, номер которых заканчивается, например, на цифру 5, приносят более высокие доходы, чем годы, номер которых заканчивается на другие цифры, например 0 или 7, и т. д.

Как показывает табл. 9.4, средний доход для лет, номер которых заканчивается на 5, равен 32%. А средний доход для лет, заканчивающихся на 0 или 7, близок к 1%.

Чтобы проверить, могут ли такие интригующие результаты быть случайными, мы положили записки со всеми ста значениями доходов в урну, а потом извлекали их оттуда группами по десять. И повторили эту процедуру 1000 раз.

Потом подсчитали разницу между самым высоким и самым низким значением доходов. Она превысила 30% всего в 2% наблюдений.

Таким образом, можно сделать вывод, что если номер года заканчивается на 5 — это хороший год для покупок, а если на 7 — то плохой.

Поиск таких же закономерностей для облигаций, векселей и индекса потребительских цен не дал результатов — вариации были абсолютно случайными.

### *Вариация № 3: Пределы использования кредитного рычага (левериджа)*

Аликс Мартин, живущий в Париже, исследователь статистических закономерностей и консультант многих европейских телекоммуникационных компаний, предложил еще одну вариацию на тему 1 500 000% прибыли:

Гуру Уолл-стрит обычно рекомендуют распределять инвестиции между акциями, облигациями и валютой. Но в прошедшем столетии инвестор, который вложил бы 70% своих средств в акции, 20% — в облигации и оставшиеся 10% — в казначейские векселя, получил бы на один доллар «только» 5070 долл. — треть того, что он мог бы получить, если бы инвестировал все 100% в акции.

Можно ли найти более удачную стратегию инвестиций, чем «100% в акции»? Да. В 1899 году такой стратегии не было, но сейчас она есть. Можно одолжить деньги на покупку акций или купить фьючерсы и таким образом инвестировать более 100%. Если бы инвестору удалось повисить свои инвестиции в акции до 200%, то за двадцатое столетие его доллар превратился бы уже не в 15 000 долл., а в 1 723 781 долл.

Можно ли в данном случае «переборщить»? Да. При 300% инвестиций в акции (когда заемные средства превышают собственные в два раза) инвестор в 1931 году полностью бы разорился. Даже игрок, выигрывающий в блэк-джек, может потерять все, если его ставка слишком велика по сравнению с финансовыми ресурсами. Такой же феномен работает и здесь: слишком азартный игрок терпит крах.

Более того, если инвесторы или инвестиционные фонды пытаются реализовать эту стратегию, они должны нести дополнительные затраты. Им придется держать средства на маргинальном счете, чтобы получить возможность покупать больше акций, чем позволяет их капитал, и продавать или покупать акции в момент истечения фьючерсных контрактов, чтобы постоянно поддерживать уровень инвестиций в фондовый рынок.

Для того чтобы сделать исследование более реалистическим, Аликс вычитал процентные ставки, равные доходности казначейских векселей, из доходов по акциям для той доли инвестиций, которая превышала 100% собственных средств инвестора, что позволяет приблизительно учесть расходы на поддержание маргинального счета. Даже при таких жестких условиях доходность операций с кредитным рычагом превосходит доходность операций с использованием только своих средств. Вложение 150% своего капитала по сравнению со 100%-ной инвестицией дает возможность утроить прибыли за столетие и превратить доллар в 47 228 долл.

Ретроспективный анализ, как пишет Аликс, позволил установить, что наилучшие результаты дали бы инвестиции в акции 164% собственных средств. В этом случае доллар принес бы за столетие 50 950 долл., увеличивая доходность с 10 до 11,3% годовых. Но это было бы очень рискованной стратегией, потому что избравший ее инвестор в 1928–1932 годы потерял бы 90% своих инвестиций. Каждый, кто рискнул бы инвестировать 225% своего капитала, потерпел бы неминуемый крах. Как сказал Аликс в заключение: «Никто и не утверждает, что эта стратегия исключает риск».

### Продолжится ли триумф оптимистов?

Хотя ни один рационально мыслящий человек не может оспаривать данные о доходности акций, которые так тщательно собрали и представили Димсон и его коллеги, ситуация с до-

ходностью акций в будущем вовсе не столь определена. Исследователи откликнулись на наше письмо из своей лондонской «крепости», украшенной греческими колоннами, и любезно согласились поделиться своими соображениями. Вкратце, они полагают, что XX век характеризовался экстраординарным сочетанием факторов, благоприятных для инвестиций, поэтому доходность акций в следующие 50 лет не может быть такой же высокой, как в 1900–2001 годах.

В особенности Димсон предостерегает против экстраполяции благоприятного американского опыта инвестиций на другие страны: «Почему бы не экстраполировать на другие страны то, что происходило в Бельгии или Дании, где доходность акций была значительно ниже, чем в Соединенных Штатах? Это было бы странным. Сравните сдержанный прогноз доходности фондового рынка для Бельгии с оптимистичным прогнозом для Соединенных Штатов. Инвестор, который дает благоприятный прогноз для США, сможет объяснить, почему он думает, что американские акции недооценены по сравнению с акциями компаний других стран, но точно так же, как инвестор, предсказывающий низкую доходность для Бельгии, приведет вам аргументы, объясняющие, почему, по его мнению, акции компании этой страны переоценены. Единственная разумная позиция — это ожидать в будущем такие прибыли, которые будут достаточным вознаграждением за те риски, которые появятся в новом столетии. Вот что мы хотели показать в нашей книге *Triumph of the Optimists*».

## Другое мнение

В славные времена античной Греции было принято за ответами на сложные вопросы обращаться к оракулу храма Зевса в Олимпии или в Дельфы. В соответствии с этой традицией мы решили узнать еще одно мнение по интересующей нас проблеме — мнение Ричарда Сиарса, нашего любимого «оракула» в США. В прошлом Ричард был управляющим и партне-

ром одной из ведущих страховых фирм, а сейчас управляет своими собственными инвестициями. Он также поддерживает веб-сайт [www.gtindex.com](http://www.gtindex.com), на котором публикует советы по выбору акций для инвестиций по технологии «гуру» Джорджа Гилдера. Ричард пишет:

Мне кажется фатальным самомнением попытка объяснять такие сложные явления, как свободный рынок, при помощи всего нескольких переменных. Я сомневаюсь, что кто-то может с уверенностью утверждать, почему в прошлом происходило то или иное событие на фондовом рынке, или предсказывать будущее более успешно, чем предсказывают погоду.

Термин «фатальное самомнение» — это ссылка на книгу под таким же названием австрийского экономиста Фридриха Хайека. В этой книге Хайек показывает, как огромное разнообразие экономической информации обрекает на неудачу любые попытки центрального планирования\*.

Как мы писали в середине 2002 года, когда доминировал пессимизм, приемлемый для инвесторов уровень доходности акций был на высоком уровне, невиданном со времен 1990 или 1980, или 1950 годов, когда воспоминания о депрессии или крахе были еще свежи: если и было время, когда инвесторы готовы были делать рискованные капиталовложения, то лишь тогда, когда ожидаемый уровень дохода был 50% или выше, — как это, похоже, и есть сегодня. Мы не видим причин, по которым такие ожидания не должны оправдаться. Почему бы благодаря увеличению продолжительности жизни или изменению правил ведения бизнеса инвесторам в будущие пятьдесят лет ни получить такие же отличные результаты, которые посчастливилось получить в прошедшие пятьдесят?

Как отметили Димсон и его коллеги, в двадцатом столетии сложилась уникальная конфигурация благоприятных факторов для инвестиций: технология, ликвидность, диверсификация, свободная торговля и победа капитализма над социализ-

---

\* F. A. Hayek. *The Fatal Conceit: The Errors of Socialism*. — Chicago: University of Chicago Press, 1988.

мом. Но вот на что обратите внимание! Доходность акций американских компаний была практически такой же высокой и в тот период, когда Британия пережила две мировые войны, потеряла свою империю, а само ее существование было поставлено под угрозу, да и позже, когда она проводила такую социальную политику (например, чуть ли не 100%-ное налогообложение), которая явно должна была иметь негативные последствия для динамики доходности акций.

Несмотря на наши разногласия по поводу того, насколько оптимистичен должен быть прогноз на следующее столетие, и мы, и группа Димсона пришли к сходным выводам. «Типичный годовой доход для акций в большинстве стран за прошедшее столетие колебался от 4 до 6%, — написали они нам. — Если уж говорить о будущем, то, скорее всего, доходность акций будет отличаться от этого уровня не больше чем на 1–2%».

Мы бы увеличили этот прогноз еще на 1 или 2%. Принимая во внимание реинвестицию дивидендов, вся разница между нашими предсказаниями в том, что мы ожидаем доходности в 1 500 000% в следующем столетии, они же ожидают 1 000 000%.

Для сравнения, представьте себе двух путешественников, которые отправились из Лондона в Калифорнию. Один приезжает в Сан-Хосе, а другой — в Сан-Франциско. Кто бы из нас ни был прав, в любом случае доходность инвестиций в акции должна быть великолепной. Она должна стать причиной для оптимизма. Она может служить тем маяком, который подскажет инвесторам: если уж ошибаться, то с радостью. Им следует покупать акции, конечно же, с умом, но при любой возможности, чтобы обогатить себя и своих наследников.




## Глава 10

# Периодическая система инвестиций

---

*Именно накопление объективных знаний приближает будущее.*

Джерард Пил. Эра науки: что узнали ученые в двадцатом столетии\*

**В** любой сфере исследование начинается со сбора разрозненных, на первый взгляд, данных. Следующий шаг — анализ свойств элементов и взаимосвязей между ними, который позволяет уменьшить неопределенность. После этого нужно ждать появления Коперника, Дарвина, Линнея, Менделеева или Уотсона, которые предложат схему, способную объединить мириады свойств и взаимосвязей в стройную систему. 

---


\* Gerard Piel. The Age of Science: What Scientists Learned in the Twentieth Century. — New York: Basic Books, 2001.

Вспомните о развитии химии примерно до 1870 года, до того как Дмитрий Менделеев и Джулиус Лотар Майер независимо друг от друга создали периодическую систему элементов. В начале столетия Джон Дальтон открыл атомную структуру элементов. Затем были открыты и проанализированы большинство химических элементов. Стали известны методы их получения и особенности соединений, в которые они вступают. Были выделены группы элементов со сходными электрическими свойствами.

Открытие периодической системы объединило в единую структуру эти разрозненные данные и открыло новые перспективы. Упорядочивание элементов по их атомным весам позволило объяснить не только их индивидуальные свойства, но и взаимодействие с другими элементами. Элементы, находящиеся в одном и том же столбце периодической таблицы, обладают сходными свойствами. Когда вы двигаетесь по рядам таблицы, то переходите от металлов к полуметаллам, а затем — к газам. Прошло уже более столетия со времени ее открытия, а периодическая таблица по-прежнему висит на видном месте в лабораториях всего мира. И практики, и исследователи используют ее, чтобы понять свойства элементов и их бесчисленных молекулярных соединений.

Этот замечательный факт вселяет уверенность в химиков, которые знают, что свойства элементов можно предсказывать по их положению в периодической таблице. Но где же знания хотя бы о существующих свойствах, не говоря уже о прогнозе свойств различных акций?

Безусловно, акции обладают вероятностными (стохастическими) свойствами, т. е. их динамику можно анализировать при

 помощи методов статистики, используя свойства нормального распределения, но невозможно точно предсказывать. Но даже эти вероятностные свойства изменяются в зависимости от состояния экономики, событий в мире и особенностей региональных рынков. Особенно труд-

но получать систематические знания о рынках из-за их постоянных изменений и цикличности. К тому времени, когда инвестор разобрался в доминирующей тенденции и приготовился воспользоваться ею с выгодой для себя, ее нередко уже сменяет другая тенденция.

Более того, нет никакой другой области, где прогресс в накоплении знаний за прошедшее столетие был бы таким ограниченным, как на фондовом рынке. Дело не только в том, что многие стороны динамики цен акций пока не исследованы — они зачастую и описываются на «донаучном» уровне, что, как мы показали, не дает возможности тестировать их научными методами. Если же свойства сформулированы так, что их можно тестировать, возникают другие проблемы. Например, почти никогда не указываются доверительные интервалы приведенных оценок. Часто данные анализируются так долго, что инвесторы просто не успевают использовать обнаруженные закономерности. Влияние изменчивости и цикличности игнорируется.

Инвестиции — отрасль социальных наук, а не естественных, поэтому в этой сфере не приходится ожидать строгих закономерностей. Проблема в том, что постоянное использование сомнительных методов и данных, пренебрежение нормальной проверкой результатов, слепое следование авторитетам или напыщенным предсказаниям избранных «гуру», попытки сбить с толку инвесторов при помощи пропаганды распространены здесь шире, чем в других областях экономических знаний.

Конечно, распространение таких культивирующих заблуждения подходов — необходимый и естественный элемент «экологической системы», в которой публика используется как источник доходов, необходимых для того, чтобы бесперебойно вращались «жернова» рынка. Но это не мешает нам попытаться улучшить ситуацию, воскликнув: «Статистику на стол!»



## Начнем с фактов

Поскольку сегодняшняя ситуация в исследованиях инвестиций похожа на ту, которая сложилась в химии до открытия периодической системы — есть только разрозненные факты и гипотетические закономерности, и не более того, — мы и начнем с тех отдельных фактов, которые известны о рынке:

- Существует долговременная тенденция повышения цен акций примерно на 10–12% за год.
- Инсайдеры — менеджеры и директора компаний, у которых есть доступ к внутренней информации, имеют возможность приобретать и покупать акции на выгодных условиях.
- Чем выше ожидаемый рост компании, тем выше текущая цена акций по отношению к текущим прибылям компании.
- Нет устойчивых и достоверных различий между поведением акций с высоким и низким коэффициентом цена/прибыль (P/E).
- Активы, которыми могут распоряжаться корпорации, зависят от размера привлеченного долга, акционерного капитала и нераспределенной прибыли.

Известны также некоторые закономерности динамики акций:

- Чем выше риск, тем выше прибыль.
- Риск можно уменьшить при помощи диверсификации. Однако эффект уменьшения риска нелинейный: он снижается по мере роста количества акций в инвестиционном портфеле. Использование всего 15 наименований акций позволяет добиться снижения риска примерно на 80% от максимально возможного.
- Чаще всего акции небольших компаний показывают несколько лучшие результаты, чем акции крупных корпораций.

- Некоторые типы акций показывают наилучшие результаты в определенные месяцы, а не круглый год.
- Компании, склонные к инновациям и инвестирующие крупные суммы в исследования, часто добиваются лучших результатов, чем те, которые работают в стабильном и медленно изменяющемся бизнесе.
- Компании, которые обладают санкционированной государством монополией в своей области, показывают в долгосрочной перспективе лучшие результаты, чем конкуренты. Например, крупные фармацевтические компании, коммерческие права которых защищает Федеральная администрация по контролю над пищевыми продуктами и лекарствами, преуспевают.

Одна из главнейших характеристик, которая отличала периодическую систему от ее предшественников, — это возможность прогнозировать. Менделеев оставил в своей таблице пустые клетки для еще не открытых элементов и предсказал их свойства. Скандий, галлий, германий вскоре были открыты, и их свойства оказались очень близки к тем, которые предсказывал Менделеев. В мире финансов абсолютно иная ситуация. Финансовые прогнозы обычно вызывают не меньше иронии, чем прогнозы погоды:

- Разве не удивительно, что одни и те же люди не верят цыганкам-гадалкам, но принимают всерьез экономистов?
- «Спросите пятерых экономистов, и вы получите пять разных ответов (а если один из них учился в Гарварде, то шесть)» (Джон Кеннет Гэлбрейт).
- «Экономист — это эксперт, который завтра почему-то узнает, что то, что он предсказывал вчера, не произошло сегодня» (Лоуренс Дж. Питер)\*.

---

\* Sanford Jacobs, ed. *The Quotable Investor*. — Guilford, CT: Lyons Press, 2001.

И, конечно, нельзя забывать о Гарри Трумэне, который хотел, чтобы у него был однорукий советник-экономист, «чтобы он не мог, высказав свое мнение по какому-нибудь вопросу, сказать затем: но с другой стороны...»\*

Было бы хорошо, если бы и для акций существовала схема классификации, подобная периодической системе элементов. Она помогла бы объединять компании в группы со сходными свойствами, независимо от того, в какой отрасли они работают или какие у них балансовые отчеты. Эту систему могли бы годами использовать и ученые, и практики, она не была бы подвержена влиянию ситуативных факторов, которые определяют динамику акций на бычьих или медвежьих рынках, и, что самое важное, позволяла бы давать надежные прогнозы.

В дополнение к тому, что эта система послужила бы основой и направляющим принципом для будущих исследований, она помогла бы навести порядок и установить стандарты, подобные строительным нормативам, техническим требованиям к электропроводке или стандартам диагностики и лечения болезней, обязательным в медицине.

Невероятно, но нечто подобное периодической системе существует на фондовом рынке для акций. Эта система прошла проверку временем, помогла хорошо заработать тем, кто ее использовал, в течение 37 лет успешно предсказывала поведение акций и выдержала жесткую проверку (в том числе на воспроизводимость результатов), которую проводили ученые и практики. Это система рейтинга акций Value Line (буквально «линия ценности». — *Прим. пер.*).

## Классификационная система для акций

Каждую неделю, начиная с первой половины 1970-х годов, система Value Line классифицировала компании, разделяя их на

---

\* Выражение «с другой стороны» по-английски звучит как «с другой руки» (on the other hand). — *Прим. пер.*

группы. Группа, или ранг, в системе предсказывает поведение цен на акции данной компании в ближайшие 6 или 12 месяцев.

Акции, получившие рейтинг 1, должны показать лучшие результаты, а те, которые получили рейтинг 5, — наихудшие. Классификация строится на основе сравнения прибылей данной компании за прошедший квартал со средними результатами для всех компаний и соотношения цен на акции компаний.

В химической периодической системе элементы верхнего ряда являются более легкими и шире распространены на Земле, чем те, которые находятся в нижних рядах. Аналогичным образом, авторы системы Value Line отмечают: «Акции, получившие рейтинг 1 в данный момент, часто оказываются более волатильными (т.е. их цены подвержены более частым случайным изменениям), чем рынок в целом, и имеют более низкий уровень капитализации». Это ключевой принцип, который определяет обоснованность и надежность классификационной схемы.

Оперативная классификационная система Value Line Timeliness\* была изобретена Сэмом Айзенштадтом, который начинал свою работу в фирме в 1946 году в должности корректора, после того как вернулся со Второй мировой войны. В то время Value Line была «сонной» компанией, в которой работало всего пятнадцать сотрудников, и она располагалась по адресу Борден-Билдинг, Мэдисон-авеню, 350. Основатель компании Арнольд Бернхард заинтересовался ценовым рейтингом акций из-за финансовых затруднений, которые постигли его семью после краха рынка в 1929 году.

Бернхард считал, что чрезмерная эмоциональность инвесторов сделала цены на акции необоснованно высокими в конце 1920-х годов и необоснованно низкими в начале 1930-х. Он заметил взаимосвязь между ежегодными прибылями и ценами на акции и построил для нее график в логарифмической шкале. Он чертил на прозрачной кальке график ежегодных

---

\* Буквально *timeliness* означает «своевременность». — *Прим. пер.*

прибылей какой-нибудь компании, а потом накладывал этот график на график движения цен. Это было одной из первых попыток наглядно представить уравнение регрессии и позволяло ему рассчитать коэффициент, при помощи которого можно было предсказывать будущие «справедливые цены».

Эта линия графика получила название Value Line. Подъем цены акций выше этой линии свидетельствует о том, что акции переоценены, а снижение ниже линии — о том, что они недооценены. «Я не знаю, откуда на Бернхарда снизошло вдохновение, когда он придумал этот метод, но считаю, что для своего времени, когда считалось, что выбор акций — это не наука, а искусство, то, что он сделал, было настоящим достижением, — сказал Айзенштадт. — Это была первая попытка отделить динамику цен от сопровождающих ее чрезмерных эмоций».

Менделеев, работая над классификацией элементов и пытаясь распределить их по однородным группам, написал название элементов на игральных картах. Во время поездки в поезде он раскладывал «пасьянсы» из таких карт, по-разному их группируя. И в конце концов понял, что определяющим должен быть атомный вес. Идея о том, что химические элементы можно разделить на группы по восемь элементов в каждой, подобно музыкальным нотам в октаве, уже высказывалась Джоном А. Р. Ньюлэндсом. Однако Английское химическое общество отвергло ее как абсурдную. (Сегодня периодическая система основывается не на атомном весе элементов, а на количестве протонов в них.)

Когда Айзенштадт вычитывал рукопись Бернхардта и разбирался в придуманной им системе Value Line, он постепенно понял, что компании можно объединять в различные группы в зависимости от успешности их деятельности в данное время. Он понял, что компании нужно анализировать не индивидуально, а сравнивая их результаты. «Почти как при разгадывании кроссворда», — вспоминал он через 55 лет, давая интервью.



Проблема была в том, как упорядочить акции.

В City College, где Айзенштадт обучался математической статистике, только-только начали пользоваться на практике регрессионным анализом — тогда этот метод был самым современным. Как мы рассказывали в восьмой главе, при помощи регрессионного анализа можно оценить линейный эффект влияния группы независимых переменных на зависимую переменную. Для этого обычно используется метод наименьших квадратов. В общих словах, его суть в том, чтобы минимизировать сумму квадратов отклонений между значениями, рассчитанными при помощи уравнения регрессии, и реальными эмпирическими значениями.

Айзенштадт понял, что он может использовать метод наименьших квадратов и регрессионный анализ для того, чтобы понять, каким образом на доходность акций за полгода влияют прибыли компании за последний квартал, сравнить цены ее акций с ценами на акции других компаний, а также исследовать долговременную динамику цен и прибылей.

Для применения регрессионного анализа на практике требуются значительные вычислительные мощности. Тогда подобные компьютеры только-только начали появляться. Айзенштадт убедил компанию Value Line оплатить аренду компьютерного времени ЭВМ IBM 7094, которая считала в сто раз медленнее, чем современный персональный компьютер, а стоила в 10 000 раз дороже.

Если в уравнении было не менее пяти переменных и оно рассчитывалось для нескольких сотен акций, то обычно на вычисления, которые проделывал компьютер размером с два грузовика, уходила неделя. Как только этот компьютер включался, падало напряжение во всем здании, и лампочки светили в полнакала. Тем не менее даже такой компьютер позволил Айзенштадту провести сравнение компаний друг с другом и, таким образом, разработать основы классификационной системы Value Line.

## Насколько же полезна система Value Line?



Насколько точны предсказания этой системы? Может ли она опровергнуть вошедшие в поговорку представления о неточности финансовых прогнозов?

Поскольку Value Line каждую неделю публикует отчет примерно о 1700 акциях, то для тех, кто управляет инвестиционными портфелями, нереально учесть все еженедельные изменения цен этих акций. Это и не нужно, потому что многие акции обращаются в небольших количествах и имеют низкую ликвидность, поэтому комиссионные, которые придется заплатить за сделки с ними, «съедят» всю возможную прибыль.

Хороший тест для Value Line — это проследить поведение акций, входящих в различные рейтинговые группы этой системы, используя информацию, которая была доступна подписчикам в конце каждого квартала, для того чтобы проверить, какие результаты показали эти акции в следующем квартале, а затем многократно повторить эту процедуру. Результаты такого теста показаны на рис. 10.1.

Как видите, результаты блестящие: наблюдается прямая и четкая связь между предсказанными и реальными результатами данной группы акций. Средний прирост в 4,3% в квартал для акций первой (лучшей) группы существенно выше, чем 1,0% для акций худшей, пятой группы.

Хотя на первый взгляд разница в 3–4% за квартал может показаться не очень заметной, надо иметь в виду, что сложные проценты делают такую разницу за определенный период очень существенной. Например, сотня долларов, инвестированная в акции первой группы в конце второго квартала 1983 года, превратилась в 1319 долл. в конце второго квартала 2001 года. Это в 13 раз превышает доход, который принесла бы та же сумма, инвестированная в акции пятой группы, и в 2,4 раза больше, чем инвестиции в акции третьей группы. Такие результаты сообщаются каждые три месяца в информационном выпуске *Selection & Opinion* компании Value Line.

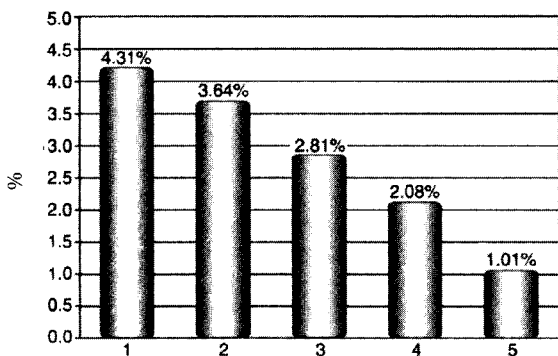
Что касается статистической значимости результатов, стандартное отклонение средней прибыли за квартал колеблется от 1 до 1,5%. Таким образом, разница между прибыльностью первой и второй группы и остальных трех групп больше, чем три стандартных отклонения, и это значит, что случайно такая ситуация может возникнуть только в одном случае из 500 и различия статистически достоверны.

Однако обратите внимание, что колебания доходности акций первой и пятой групп оказываются выше, чем у трех средних групп.

Интересный практический тест системы Value Line — проверить, что будет, если каждый квартал покупать акции первой группы и продавать акции пятой группы. Мы обнаружили, что такая комбинированная система длинных и коротких позиций принесет прибыль в 75% случаев. Средние результаты представлены в табл. 10.1.

Если оценивать ситуацию в целом, то надо сказать, что прогностические возможности системы Value Line — одна из лучших практических демонстраций точного предсказания за по-

**Рисунок 10.1. Рейтинги акций различных групп Value Line Timeliness. Ежеквартальный расчет с 30 сентября 1985 года по 30 июня 2002 года**



**Таблица 10.1. Результаты покупки-продажи акций, относящихся к различным группам Value Line Timeliness. Стратегия длинных/коротких позиций**

	Длинная позиция по акциям первой группы хеджируется короткой позицией по акциям пятой группы		
	Группа 1	Группа 5	Длинные и короткие позиции
Годовая доходность, %	17,48	3,08	12,86
Годовое стандартное отклонение, %	27,53	23,19	21,51
Бета (риск)	1,323	1,225	0,097

следние 4000 лет со времен Дельфийского оракула. Эти прогнозы были получены миллионами людей, миллиарды долларов были инвестированы на их основе, причем методология прогнозирования мало изменилась за прошедшее время.

Другие исследователи также поддерживают наш вывод. В 1973 году нобелевский лауреат Фишер Блэк проанализировал работу системы Value Line и пришел к такому выводу: «Да, Вирджиния\*, есть надежда... Многие организации, управляющие инвестициями, могли бы существенно улучшить свои результаты, если бы уволили всех своих аналитиков, кроме одного, а этому оставшемуся предоставили бы обзоры системы Value Line service»\*\*.

\* Выражение «Да, Вирджиния» стало крылатым в США после того, как восьмилетняя девочка Вирджиния О'Хэнлон в 1897 году прислала в газету *New York Sun* письмо, в котором спрашивала, существует ли Санта-Клаус. Редактор ответил ей: «Да, Вирджиния, он есть. Он существует, как и любовь, щедрость и преданность». Выражение употребляется, когда хотят подчеркнуть, что, несмотря на сомнения, что-то действительно существует. — *Прим. пер.*

\*\* Fischer Black. Yes, Virginia, There Is Hope: Test of the Value Line Ranking System//Financial Analysts Journal (September/October 1973): 10–14.

**Таблица 10.2. Рейтинги системы Value Line Investment Survey (обзор инвестиций)**

Value Line Investment Survey Годовой доход, %	Рейтинг среди других обзоров рынка (с коррекцией на риск)	Продолжительность периода, по которому проводились измерения, год	Wilshire 5000 Годовой доход, %
15,8	2	20	14,4
12,3	3	15	11,4
13,5	5	10	11,8
13,7	4	5	7,7

Источник: Mark Hulbert. Публикуется с разрешения

Марк Халберт, человек, который дает разрешение на аккредитацию периодических информационных бюллетеней, рекомендуемых инвесторам акции, проанализировал результаты системы в *Value Line Investment Survey* (Обзор инвестиций Value Line) за период до 30 апреля 2002 года. Эти обзоры попали в первую пятерку лучших информационных бюллетеней за все периоды времени, которые анализировались: 5, 10, 15 и 20 лет. Расчеты Халберта представлены в табл. 10.2.

Халберт пришел к выводу, что инвестору не нужно каждую неделю следовать рекомендациям системы Value Line, чтобы добиться хорошего уровня прибыли. В январском выпуске 2001 года бюллетеня *Hulbert Financial Digest*\* он сообщает, что для этого достаточно всего раз в год оптимизировать портфель инвестиций, покупая акции, входящие в первую группу, поскольку если делать это слишком часто, то существенно возрастут расходы как на комиссионные брокерам, так и за счет спреда (разницы цен покупки и продажи).

\* Mark Hulbert. The Hulbert Financial Digest. January 2001.

Джеймс Дж. Чой в академическом научном обзоре результатов системы Value Line, опубликованном в сентябрьском номере *Journal of Finance and Quantitative Analysis* за 2000 год, дал такое заключение:

Результаты Value Line впечатляют. За весь период, охваченный исследованием, средние рейтинги доходности портфелей акций различных групп оказались в точности такими, как предсказывала эта система. В дополнение нужно отметить, что по акциям первой и второй групп были получены доходы почти в два раза выше, чем средние годовые доходы по всему рынку, а с акциями пятой группы положение прямо противоположное. Я обнаружил (после тщательных статистических коррекций и проверок данных и результатов), что система Value Line показывает более высокие результаты, чем другие модели ожидаемых прибылей до учета операционных издержек. Средние дополнительные доходы портфелей, сформированных по этому методу, могут достигать 0,45 процентных пунктов в месяц даже после учета реакции рынка на неожиданные результаты\*.

## Другие методы компании Value Line

Value Line использует и другие методы, не так известные, как еженедельные рейтинги Value Line Timeliness, о которых шла речь выше. Компания анализирует акции не только по «группам», но и по «периодам», разработав еще одну систему классификации на основе технических характеристик акций. Выполненный абсолютно в духе технического анализа, этот второй рейтинг основан исключительно на движении цен, уделяя особое внимание тому, как сегодняшние цены зависят от цен, отмеченных некоторое время тому назад.

Для этих рейтингов используются абсолютно элементарные статистические методы. Рассчитываются простые регрессионные уравнения для каждого вида акций, в левой части которых показано повышение/понижение цен акций в данный момент, а в правой — 10 индикаторов повышения/понижения цен акций, происходившего в прошлом. Айзенштадт сравнивал эту методику с

---

\* James J. Choi. The Value Line Enigma: The Sum of Known Parts // *Journal of Finance and Quantitative Analysis*, vol. 35, no. 3 (September 2000).

движениями змеи, которая ползет, приспособляясь к рельефу местности, и при этом отдельные сегменты ее тела могут подниматься и опускаться, но зависят от положения других сегментов.

Результаты в режиме реального времени доступны с 1983 года. Удивительно, но акции первой группы по методу технического анализа показали даже лучшие результаты, чем акции первой группы, рассчитанной по методу *timeliness* (см. рис. 10.2).

По данным за 1983–2002 годы, разница в результатах между худшей и лучшей «техническими» группами (4,7 и 0,7% соответственно) немного выше, чем в группах по классической методике Value Line за тот же период. Точно так же изменчивость результатов групп 1 и 5 самая высокая, и подобные результаты статистически достоверны и не могут объясняться случайными факторами (см. табл. 10.3).

Что будет, если использовать одновременно индикатор *timeliness* и «технический» индикатор? Какая «реакция» произойдет — химическая, электрическая или прибыльная?

Если мы предсказываем доходность одновременно и по методу *timeliness*, и по техническому, то окажется, что оба этих метода, как скажут академики, *«взаимно увеличивают точность прогноза»*, а обычный инвестор отметит, что если их использовать вместе, то они *дают возможность получить хорошую дополнительную прибыль*. Если использовать только акции, входящие одновременно в обе группы, это позволит получить еще большую разницу между группами по доходности.

Например, если бы акции входили одновременно в первую «техническую» группу и в группы 1 или 2 по методу *timeliness*, то их доходность за квартал составила бы 6%, а если в более низкие группы (3, 4, 5) по классическому методу, то их доходность составляла бы только 1%. Таким же образом акции, относящиеся к первой группе, рассчитанной по методу *timeliness*, и к «техническим» периодам (группам) 1 или 2, показали бы доходность 5,5%, а если бы они относились к более низким (3–5) техническим группам — их доходность была бы практически нулевой.

Таблица 10.3. Суммарная статистика

	Группы, рассчитанные по методу timeliness					Арифметический Value Line, %
	1	2	3	4	5	
Среднее геометрическое годовой доходности, %	15,41	13,13	9,85	6,48	0,08	11,37
Избыточный прирост, %	4,05	1,77	-1,52	-4,89	-11,29	
Годовое стандартное отклонение, %	25,90	18,67	16,04	16,13	21,63	17,60
Коэффициент Шарпа	0,60	0,70	0,61	0,40	0,00	0,65
Годовая альфа, %	2,55	1,80	-0,33	-3,24	-11,43	
T (a = 0)	0,71	1,16	-0,41	-2,57	-4,76	Длинная-короткая = 15,34%
Бета	1,23	1,00	0,89	0,87	1,10	Сигма = 19,4%
Корреляция с индексом	0,83	0,94	0,98	0,95	0,90	T = 3,394
% времени портфель > индекса	59,7	62,5	40,3	27,8	20,8	L > S в 70,8% случаев
T (% превышения = 0,5)	1,65	2,12	-1,65	-3,77	-4,95	T (% > 0,5) = 3,536
T (доходность портфеля = рыночн. доходность)	1,54	1,25	-1,90	-3,75	-4,43	$\pi = 72$
RS Уилкокса	1,62	1,92	-2,14	-3,70	-4,73	3,40
Автокорреляция (1) для доходностей, превышающих нормы	0,03	-0,28	-0,26	0,03	0,00	0,08
Автокорреляция (2) для доходностей, превышающих нормы	-0,18	0,01	0,11	0,01	-0,02	-0,22



Статистические показатели	Группы, скомпонованные по «техническому» методу					Value Line
	1	2	3	4	5	
Среднее геометрическое годовой доходности, %	16,21	12,08	9,51	6,69	-0,90	11,37
Избыточный прирост, %	4,84	0,72	-1,86	-4,68	-12,26	
Годовое стандартное отклонение, %	27,91	18,45	15,72	18,00	24,16	17,60
Коэффициент Шарпа	0,58	0,66	0,60	0,37	-0,04	0,65
Годовая альфа	2,88%	1,23%	-0,40%	-3,71%	-12,41%	
T (a = 0)	0,72	0,68	-0,43	-2,20	-3,72	Длинная-короткая = 17,11%
Бета	1,30	0,97	0,87	0,95	1,15	Сигма = 22,6%
Корреляция с индексом	0,82	0,92	0,97	0,93	0,84	T = 3,228
% времени портфель > индекса	56,9	56,9	38,9	30,6	25,0	L > S в 69,4% случаев
T (% превышения = 0,5)	1,18	1,18	-1,89	-3,30	-4,24	T (% > 0,5) = 3,3
T (доходность портфеля = рыночн. доходность)	1,67	0,48	-1,99	-2,73	-3,32	n = 72
RS Уилкокса	1,40	0,95	-2,26	-3,18	-3,63	3,52
Автокорреляция (1) для доходностей, превышающих нормы	0,28	-0,08	-0,16	0,18	-0,04	0,21
Автокорреляция (2) для доходностей, превышающих нормы	-0,08	-0,01	0,19	-0,21	0,01	-0,09

Источник: Value Line

Точные прогнозы, которые дают «группы» и «периоды» классификации Value Line, можно еще более улучшить, если обратить внимание на то, что они работают гораздо эффективнее в первом и четвертом кварталах года, чем во втором и третьем (табл. 10.4).

## Критики

Периодическая таблица элементов прошла много испытаний, неоднократно подвергалась критике и претерпела много модификаций и уточнений, пока не обрела свой сегодняшний вид. Например, были открыты и включены в нее такие группы элементов, как инертные газы. Классификация по атомным весам была заменена классификацией по атомному номеру. Сходные проблемы были и у системы Value Line, которая тоже подвергалась критике. Одна из очевидных проблем — то, что прогнозы оказываются точными не для всех кварталов. Первая группа, определенная по методу *timeliness*, приносит доход только примерно в двух третях из всех кварталов. Реальный доход акций этой группы за четыре квартала, закончившиеся 20 сентября 2001 года, составил бы 30%, а вот инвестор, вложивший в тот

**Рисунок 10.2. Технические группы Value Line: поквартальные результаты (30 июля 1983 года — 30 июня 2002 года)**

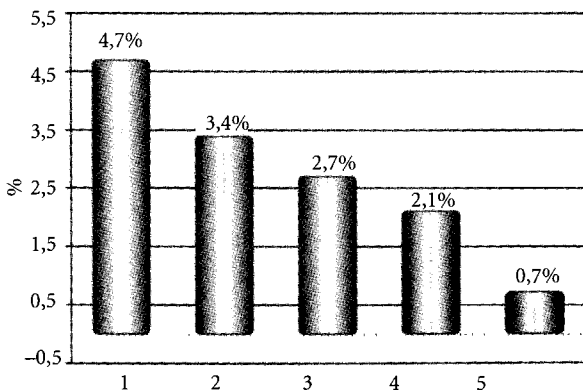


Таблица 10.4. Результаты компаний первой группы по календарным кварталам

Квартал	Среднее повышение цен	Процент роста	Стандартное отклонение
1	8	72	13
2	5	64	11
3	3	65	13
4	5	72	12

же самый период деньги в акции первой «технической» группы, понес бы 40%-ные убытки. Такие результаты действительно могут заставить инвесторов засомневаться.

Даже в лучшие времена было немало критиков, которые сомневались, что система Value Line приносит значимые и полезные результаты. «Наши исследования показали, что загадочные успехи Value Line могут отражать связи между рейтингом Value Line и бетой (риском)», — писали в своей работе, опубликованной в 1973 году, Роберт С. Каплан и Роман Л. Уайл\*. Гур Губерман и Шмуэль Кандел в своем исследовании, проведенном в 1990 году, пришли к такому выводу: «Более высокие доходы по позициям на основе рейтинга Value Line можно рассматривать как компенсацию за более высокий системный риск, связанный с этими акциями»\*\*. Уильям Э. Шерден в вышедшей в 1998 году книге *The Fortune Sellers* (Продавцы удачи), утверждал: «Загадка системы Value Line — это миф. Их система вовсе не является непобедимой — она просто очень влиятельна. Это также подсказывает нам, что на самом деле рынок вовсе не так рационален, как полагают экономисты, специализирующиеся в сфере финансов»\*\*\*.

\* Robert S. Kaplan and Roman L. Weil. Risk and the Value Line Contest// Financial Analysts Journal (July/August 1973).

\*\* Gur Huberman and Shmuel Kandel. Market Efficiency and Value Line's Record//Journal of Business (April 1990).

\*\*\* William A. Sherden. *The Fortune Sellers*. New York: Wiley, 1998.

Мы не снизойдем до того, чтобы ниспровергать систему, которая так широко и открыто используется и доступна практически любому инвестору. Пусть читатели решают сами. Гораздо больше нас беспокоят незавидные результаты совместного фонда Value Line. С 1987 по 2001 год средняя доходность фонда за квартал была всего 0,96% — сравните с доходностью в 4,6% для первой группы индекса Value Line Timeliness в период с 1983 по 2001 год (см. рис. 10.3).

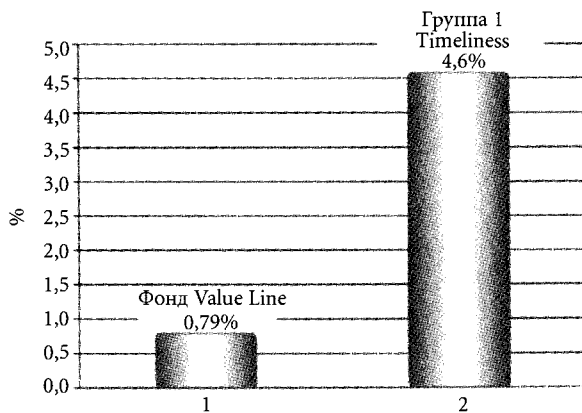
«Мы всегда отставали от первой группы, — сказал в интервью Алан Хоффман, управляющий совместного фонда Value Line. — Первая группа — это теоретическая конструкция, которая не принимает в расчет операционные расходы и дивиденды». Более того, как он отметил, стоимость активов фонда Value Line варьируется от 300 млн до 350 млн долл., а многие акции первой группы торгуются в очень небольших количествах — не более двух тысяч акций в день. Хоффман пожаловался: «Никогда нет возможности купить достаточно акций этой группы, чтобы составить только из них свой инвестиционный портфель».

## Мистеру Хиллу удается разбогатеть

Мы можем сравнить это заявление с результатами Генри Хилла — многолетнего подписчика бюллетеней Value Line из штата Флорида. Начиная с 1977 года Хилл с истовостью религиозного фанатика каждую неделю обновлял свой портфель акций так, чтобы он состоял только из акций первой группы. Мы беседовали с Хиллом в марте 2002 года, когда ему исполнилось 85 лет. Он рассказал нам, что к 2000 году ему удалось превратить свои первоначальные инвестиции, «что-то около 80 000 долл.», в 48 млн долл. (или в 26 млн долл. с учетом налогов и расходов на жизнь).

Хилл заинтересовался фондовым рынком еще в студенческие годы. В Purdue University в Лафайете, штат Индиана, в 1930-х годах он получил специальность инженера-строителя.

**Рисунок 10.3. Сопоставление результатов фонда Value Line с акциями первой группы по методу timeliness (1987–2001)**



Источник: Марк Халберт. Публикуется с разрешения

Хилл вспоминал: «Мой профессор математики, как и я, интересовался рынком. Мы пытались определить, какие факторы влияют на цены. И решили, что главным фактором был последовательный рост прибыли компании».

После окончания университета в 1938 году он работал в нефтяном бизнесе в Венесуэле, но продолжал изучать фондовый рынок. Он услышал о системе Value Line в 1944 году. «Сэм [Айзенштадт] развивал практически тот же подход, что и я. Но мне приходилось выбиваться из сил, отслеживая динамику всех двадцати акций вручную, а у него был компьютер. После того как я познакомился с его результатами, я перестал сам отслеживать и выбирать акции».

Хилл сказал, что его огромный архив, документирующий все его операции и транзакции, произвел большое впечатление на дипломированного бухгалтера, которого к нему прислала три или четыре года назад редакция журнала *Money*, чтобы проверить достоверность информации об удачливом ин-

весторе, прежде чем написать о нем статью. До недавнего времени он каждую неделю покупал все 100 наименований акций, входящих в первую группу рейтинга *Timeliness*, чтобы оптимизировать свой инвестиционный портфель. «Пять или шесть лет назад, когда Сэм [Айзенштадт] начал давать и технический рейтинг, мне показалось, что имеет смысл ограничиться только теми акциями, которые попадали в первую группу и рейтинга *Timeliness*, и технического рейтинга», — говорил Хилл. Это сократило количество акций в его портфеле: теперь их было от 18 до 46 наименований. «Мне стало легче управлять своими счетами», — сказал Хилл.

В 1999 году после серьезной болезни, опасаясь, что его жене Олли будет трудно управлять финансовыми операциями, Хилл продал свои акции и купил казначейские векселя. Случилось так, что в то время на рынке начался один из худших спадов начиная с 1970-х. Сейчас его активы дают ему прибыль после уплаты налогов в 1 млн долл. в год.

Таким образом, практическое использование принципов и рейтингов *Value Line* сделало мистера Хилла богатым человеком.

## **Прошло уже 58 лет, а у него все еще пытливый ум**

Как писали Уилл и Ариэль Дюран в книге *The Lesson of History* (Уроки истории), потратив всю свою жизнь на изучение всемирной истории, в конце плодотворного исследования уместно спросить, какую пользу это принесло. Было ли это просто развлечением? Или способом заработать себе на жизнь, играя на непредсказуемом рынке? Или возможностью наконец научиться отличать перспективные акции от бесперспективных? Удалось ли что-то узнать о природе рынков, корпораций, научного метода? \*

---

\* Will Durant and Ariel Durant. *The Lessons of History*. — New York: Simon & Schuster, 1968.

Сэм Айзенштадт после 58 лет непрерывной работы в корпорации Value Line жив, здоров, бодр и готов поделиться соображениями об итогах своей карьеры. В 2001 году он даже пришел на танцевальную вечеринку к Нидерхофферам и переплясал большинство более молодых ее участников, включая самого Виктора, который до сих пор считает себя атлетом. В октябре 2001 года Айзенштадт любезно согласился дать интервью, ответить на вопросы о своей профессиональной карьере и подвести ее итоги. Мы начали с вопроса о том, почему, по его мнению, классификация Value Line Timeliness хорошо работала и не обескуражили ли Сэма ее недавние неудачи.

«Основа эффективности системы, — ответил он, — это то, что темпы изменения прибылей компании обладают определенной устойчивостью, инерцией, которая не полностью отражена в цене акций на данный момент. Во всяком случае, это то, что показывают академические исследования. Не слишком успешная работа системы в последние годы — это скорее следствие преобладания на рынке в данный момент ориентации на недооцененные акции. Я готов утверждать, что как только на рынке возобладает ориентация на компании роста, система снова заработает».

Мы спросили, удовлетворен ли он тем, что ему удалось совершить. «В общем, да, до некоторой степени. В первую очередь я доволен, что мне удалось опровергнуть возражения скептиков, которые сомневаются в том, что движение цен акций вообще можно прогнозировать. В конце 70-х Уолл-стрит пришлось выдержать резкую критику экономистов из Чикагского университета, которые утверждали, что, пытаясь прогнозировать движение цен, мы просто зря тратим время. И финансисты, в общем, ничего не могли им возразить. А у нас уже в то время были эффективные прогнозы, хотя и за короткий промежуток времени. С тех пор сторонники “теории эффективного рынка” смягчили свою позицию, и я не побоюсь утверждать, что наша система Value Line сыграла здесь свою роль».

Изначально система Value Line придавала большое значение анализу временных рядов, но подход изменился в 1964–1965 годах. Мы спросили Айзенштадта, почему так произошло.

«Нашей задачей было классифицировать акции. Временные ряды классифицируют не акции, а годы: показывают годы, в которые акции были недооценены или переоценены. Нас же интересовали именно акции. Для того чтобы решить нашу задачу, нам нужно было найти единый эталон для всех акций, а не особую формулу для акций каждой компании, как в том случае, когда применяют анализ временных рядов. Поскольку мы решили, что не можем и не будем предсказывать движения рынка в целом, то и не стали этого делать, а как бы “вынесли рынок за скобки”, сосредоточившись на сравнении акций между собой. Всегда были недооцененные или переоцененные акции, независимо от того, какова была общая тенденция движения рынка».

Тогда мы задали ему более трудный вопрос. Что бы он сделал по-другому, если бы начал все сначала?

«В первые годы работы над нашей системой мы тратили почти все время, работая с временными рядами — наследием визуального анализа, который Арнольд Бернхард разработал в ранние тридцатые. Мы очень рано стали применять множественный регрессионный анализ, чтобы использовать для прогнозирования большее количество независимых переменных и лет и обеспечить более точное соответствие нашей модели эмпирическим данным, что, конечно, и происходило. Но несмотря на это, мы не получили тех результатов, на которые рассчитывали. Мы пытались предсказывать абсолютные цены акций отдельных компаний, учитывая их динамику в прошлом, прибыли, дивиденды, номинальную стоимость и т. д. Поскольку мы работали с абсолютными ценами, оказывалось, что просто были периоды, когда большинство акций были недооценены или переоценены, а об индивидуальных акциях мы ничего конкретного сказать не могли.



Мы потратили много лет [до 1965 года], используя эту методику. Конечно, трудно сказать, пришла бы мне в голову эта мысль тогда, поскольку сейчас уже известно будущее, но я бы, наверное, значительно раньше начал использовать кросс-секционный анализ и относительные рейтинги.

Что касается будущего, ситуации через пятьдесят лет, я думаю, что выбирать акции будет еще труднее. Точный прогноз прибылей будет еще нужнее, но подозреваю, что вряд ли прогресс в этой области окажется существенным.

По мере того как компьютеры становятся все мощнее и доступнее и их используют другие компании, конкуренция неминуемо обострится. Нам нужны будут более мощные компьютеры и новые статистические методы, чтобы сохранить конкурентное преимущество».

В заключение он также отметил:

Я понял, что выбор акций — это не случайный процесс. Применение статистических методов может принести пользу, но очень трудно «переиграть» рынок. Мы работаем с коэффициентами, информативность которых очень мала, и они становятся статистически значимыми, только если анализируются на огромных массивах данных.



Эта система также не работает одинаково эффективно на всех циклах движения рынка. Бывают периоды, когда ориентация на «недооцененные акции» оказывается более эффективной. Но наша система адаптивна и принимает в расчет изменения рыночной среды. Если рыночная среда меняется быстро и часто, это затрудняет настройку системы. Тем не менее за свою 36-летнюю историю наша система показала хорошие практические результаты и привлекла внимание научного сообщества.

Он дал такой совет будущим инвесторам: «Не сдавайтесь и не будьте самодовольны. В нашей сфере бизнеса мы пока объяснили только малую часть неизвестного. Будьте любознательными, восприимчивыми и настойчивыми».

## Глава 11

# Когда они замахиваются, чтобы перебить через все поле, мы бежим к выходам

---

### Как я должен торговать?

Стихи Виктора Нидерхоффера и Лорел Кеннер на мотив песни «What Is a Man?» (Что такое человек?) из мюзикла *Pal Joey* Ричарда Роджерса и Лоренца Харта.

Есть так много способов торговать,  
Но бейсбол — это образец для меня.  
Он подскажет обычному Джо,  
Как можно заработать.  
Все меняется слишком быстро, чтобы играть вслепую.

1. Что такое хорошая сделка?  
Стоит ли сейчас покупать акции?  
Кто я — бык? Или медведь?  
Сторонник недооцененных или растущих акций?  
Фундаменталист я или техник?

Что такое хорошая сделка?

Она похожа на бейсбол:

Выигрывай, защищаясь или атакая.

Недооцененные акции отставали с сотворения мира.

Что мне покупать? И что продавать?

Что принесет удачу в торговле?

2. На бейсбольном поле атака,

И акции начинают падать.

Затем в бейсболе затишье, и быки поднимают рога.

Все так просто после игры,

Но падает объем торгов, и быки недовольны.

Когда удар не идет, можно «украсть базу».

Когда удар идет, замахнись, как надо.

Циклы рынка меняются с сотворения мира.

Иногда нужно защищаться, а порой нападать,

Но лишь так выигрывают на бирже.

**К**ак-то вечером, в марте 2002 года, мы сидели на скамейке на 81-й улице с Лари Риттером, хранителем Зала бейсбольной славы. Мы говорили о бейсболистах и смотрели, как Вик бросал теннисный мяч на Бродвей. Мы оба знали, что говорим с великим человеком, и спросили у Лари совета, как нам начать эту главу. И он сказал, что всегда нужно начинать с Бэйба Рута\*. Это, действительно, лучшее начало,

---

\* Бэйб Рут считается одним из самых выдающихся хиттеров (нападающих игроков) в истории бейсбола. Он славился своими могучими ударами, выбивавшими мяч через забор, огораживающий бейсбольное поле, — их еще называют home run (хоум-ран). После такого удара все игроки нападающей команды, находящиеся в поле, могут вернуться на базу, и команда может получить сразу несколько очков. — *Прим. пер.*

потому что Бэйб символизирует прогностическое значение бейсбола для фондового рынка. Мы называем эту связь индикатором Home Run. Вот примеры:

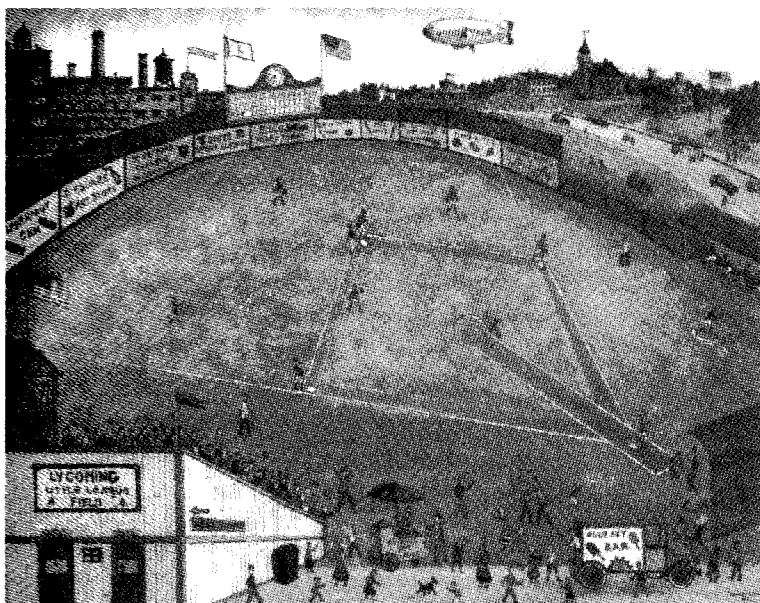
- В 1927 году, за два года до обвала рынка, Рут поставил рекорд, сделав в одном сезоне 60 хоум-ранов. Точно так же в 2000 году, через два года после того, как в 1998 году Марк МакГвайр побил прежний рекорд — 61 хоум-ранов за сезон, установленный Роджером Марисом, начался резкий спад рынка.
- В 30-х годах показатель удачных ударов Рута упал до значения 0,500 и ниже, а в Америке началась Великая депрессия. (Мы еще вернемся к этой взаимосвязи количества хоум-ранов и динамики фондового рынка.)

В отличие от хорошо известного индикатора Super Bowl (который мы приводили в главе 8 как пример псевдокорреляций), индикатор Home Run не зависит от исхода одной-единственной игры. Скорее он показывает, что долговременные тенденции изменения рынка и общества сначала проявляются на бейсбольном поле. Два примера:



1. Бейсбол становится интернациональным на 100 лет раньше, чем фондовый рынок. Бейсбольные команды стали путешествовать по миру с 1888 года, а первая иностранная компания была допущена на Нью-Йоркскую фондовую биржу (NYSE) лишь в 1990 году.
2. В бейсболе расовая дискриминация была преодолена в 1944 году, когда Джеки Робинсон стал первым чернокожим профессиональным игроком. На NYSE первого чернокожего маклера допустили только в 1967 году. (Первая женщина-маклер была допущена на биржу лишь в 1970-м.)

Вы можете оценить прогностическую ценность бейсбола, просмотрев хронологическую таблицу, приведенную в конце этой главы. Но для инвестора важно следить за самой игрой, особенно за хоум-ранами.



**Выигрывай, атакая или защищаясь (Милтон Бонд, © 1993)\***

Для того чтобы во всем разобраться, нужно обратиться к двум первым десятилетиям XX века — «эре мертвого мяча», когда Бэйб еще был питчером (подающим), а не бэттером (отбивающим мяч битой). Мячи называли «мертвыми», потому что их нельзя было забить далеко, каким бы сильным ни был удар. Разрешали даже использовать специальные мячи, которые смягчали удар и были выгодны питчерам (подающим). Среднее количество очков в игре было всего три. Нападение велось не сильными выбивающими ударами, а низкими скользящими тычками, ударами в сторону слабого игрока обороня-

\* Буквальный перевод названия картины «Выигрывай при помощи биты или при помощи перчатки» (Win with a Bat or Win with a Glove), так как игрок нападающей команды отбивает мяч битой, а защищающейся должен его поймать специальной перчаткой-ловушкой. — *Прим. пер.*

ющейся команды и «кражи базы»\*. «Мозги были так же важны, как и сила, — писал Риттер, — а может, и больше». Хоум-раны были редкостью. С 1901 по 1918 годы общее количество хоум-ранов за год снизилось с 455 до 235 в год. В 1908 году Сэма Кроуфорда всего за 7 хоум-ранов назвали лидером лиги по этому показателю. И за пределами стадионов ситуация была такой же — рынок был вялым. В 1918 году индекс Доу достиг уровня в 82,20 — только в два раза выше, чем уровень 1896 года (40,94) — первого года, когда стали применять этот индекс.

После тяжелых лет первой мировой войны руководители бейсбольной лиги начали использовать мячи, набитые пробкой, чтобы они лучше летели, с этой же целью стали чаще менять мячи во время игры и запретили обманные подачи. Бэйб начал бить по мячу со всей силы. Его коэффициент попаданий по мячу вырос с уровня 0,400–0,500 до 0,847 в 1920 году и в течение следующих 10 лет был 0,600 или выше. Превращение Рута из питчера (подающего) в звезду-бэттера (отбивающего) было в духе 20-х годов: лозунгом тех лет было убеждение «живи на полную катушку». «Я бил изо всех сил, вкладывая все в удар, — говорил Рут, — и если попадал, так попадал, а если мазал — так уж мазал». В период с 1918 по 1930 год количество хоум-ранов за год выросло с 235 до 1565. За пределами стадионов бизнес тоже оживился и стал расширяться. Начиная с 1924 года, после того как десять лет бизнес практически не рос, индекс Доу повышался пять лет подряд, в сентябре 1929 года вырос на 260%.

Столетие шло, а хоум-раны продолжали отражать и предсказывать динамику фондового рынка и общества в целом.

**1935–1943 годы:** количество хоум-ранов уменьшилось.

Снова вошли в моду скользящие и отвлекающие удары — они психологически подходили для периода депрессии, в которую погрузился рынок.

---

\* «Кража базы» — ситуация, когда игрок успевает перебежать на следующую базу до удара, воспользовавшись ошибкой защиты. — *Прим. пер.*

**1943–1952 годы:** хоум-ранов стало больше. Звезды, подобные Теду Уильямсу, выходят на первый план. С 1948 по 1965 год индекс Доу резко вырос — с 119 до 969.

**1963–1991 годы:** хоум-ранов вновь стало меньше. Главной звездой этого периода в бейсболе стал Лу Брок, который «украл» 118 баз в 1974 году. «Брок, — писал Риттер, — олицетворял возвращение к старому стилю бейсбола: удары-тычки, «кражи баз», попытки перехитрить противника». За пределами бейсбольного мира рецессии и «обвалы» рынка стали правилом.

После крупных спадов в 1966, 1969, 1973–1974 и 1977 годах индекс Доу завершил 1981 год на отметке 875 — на 9% ниже, чем результат, достигнутый в 1965 году.

После забастовки игроков бейсбольной лиги в 1994 году, которая грозила подорвать интерес зрителей к игре, ее стиль снова стал резко наступательным, причем мы готовы утверждать, что сходный стиль начал доминировать и в офисах крупнейших компаний страны.

Количество хоум-ранов снова начинает расти. Рынок, притормозивший в 1994 году, когда Федеральная резервная система в два раза повысила процентные ставки, снова начинает набирать ход. Табл. 11.1 показывает общее количество хоум-ранов в двух главных профессиональных лигах — Американской и Национальной в 1990-е годы и уровень, которого достигал в «своей лиге» индекс Доу в тот же период.

## Дань толпе

Возникают два вопроса: Чем определяется цикличность хоум-ранов? Каким образом хоум-раны предсказывают динамику рынка?

Мы предлагаем такую гипотезу: владельцы основных команд профессиональных бейсбольных лиг предвидят настроения болельщиков и в соответствии с ним определяют баланс

Таблица 11.1. Количество хоум-ранов по годам

Год	Бейсбольные лиги	«Лига» Доу
1990	3317	2633,66
1991	3383	3168,83
1992	3038	3301,11
1993	4030	3754,09
1994	3305	3834,44
1995	4081	5117,12
1996	4962	6448,27
1997	4640	7908,25
1998	5064	9181,43
1999	5528	11 497,12
2000	5693	10 786,85
2001	5458	10 021,50
2002	5059	8341,63



между нападением и защитой. Если грянут «тяжелые времена», они «приглушают» игру, заставляя бэттеров прилагать больше усилий, чтобы выбить мяч за поле и заработать хоум-ран. Владельцы команд хотят, чтобы эмоции публики были на пределе, чтобы, болея, люди пережили «катарсис» — эмоциональную разрядку и очищение. Если общество и рынок на подъеме — они, напротив, стараются оживить игру и количество хоум-ранов повышается. Владельцы лиги могут сделать это множеством разных способов, меняя правила игры и инвентарь. Они изменяют мячи, биты, перчатки, покрытие и размеры полей, зону правильной подачи (зону «страйков»), правила подачи. Это происходит не сразу, а в течение нескольких лет. За это время и рынок постепенно меняется и стабилизируется.

Здесь работает еще и другой фактор. Для «научного» стиля бейсбола, доминировавшего в 1900–1918, 1932–1946 и 1970–1977 годах характерно внимание к деталям и усердная работа, без которых при таком стиле игры не добиться успеха. Пери-



од скромных достижений и в бейсболе, и на рынке вызывает жажду хоум-ранов. В бейсболе это вызвало появление Бэйба Рута в 1920-х годах и Марка МакГвайра и Бэрри Бондса в 1990-х. На рынке были «громовые двадцатые», послевоенный «бум» конца 1940-х и 1950-х и великий бычий рынок 1982–2000 годов. После каждого периода «научного бейсбола» рынок был готов к продолжительному росту. И наоборот — с окончанием каждого периода хоум-ранов и бесшабашного атакующего бейсбола рынок был готов к спаду.

До начала 1990-х было принято, чтобы игрок, сделавший хоум-ран, тихо, опустив глаза, обегал базы, чтобы не унижать питчера, ошибка которого позволила ему провести этот удар. Когда он возвращался в «дом», то мог сдержанно поприветствовать болельщиков, сняв свою кепку-бейсболку. Во время бычьего рынка второй половины 1990-х годов у игроков, которые забивали хоум-ран, вошло в привычку открыто радоваться этому, болтать с товарищами по команде, вразвалочку трусить к первой базе и только там отбрасывать биты. Многим болельщикам «со стажем» такое поведение кажется ужасным и неэтичным.



Похоже, что бейсбол может предсказывать динамику рынка, но, как и в любом другом важном деле, следует провести тест и проверить это предположение.

Приходится признать, что даты начала и окончания периодов увеличения и уменьшения количества хоум-ранов до некоторой степени произвольны. Например, можно ли считать подъемом увеличение числа хоум-ранов, которому предшествовало два года снижения их количества, или это лишь временное колебание? Как бы то ни было, мы начали анализ данных за прошедшее столетие, выделив годы, когда количество хоум-ранов было самым высоким за период в пять лет. А потом соотнесли с тем, что происходило на фондовом рынке на следующий год.

Итак, когда количество хоум-ранов не было высоким (максимальным за пять лет), рынок вырастал на следующий год в

среднем на 12%, а после года, в котором количество хоум-ранов было максимальным, средний показатель роста рынка был всего 2% (см. рис. 11.1).

Далее, мы исследовали взаимосвязь между динамикой пятилетних циклов изменений количества хоум-ранов и динамикой цен акций в последующие пять лет. Корреляция для двадцати наблюдений была  $-0,20$  — это достаточно высокий уровень, чтобы утверждать, что связь не случайна.

Наконец, мы проанализировали корреляцию между изменениями количества хоум-ранов в данном году и изменениями цен фондового рынка в следующем году. Корреляция оказалась равной  $-0,10$ . По сути, это означает, что увеличение на 10% количества хоум-ранов предсказывает снижение рыночных цен на 1% в следующий за этим год.

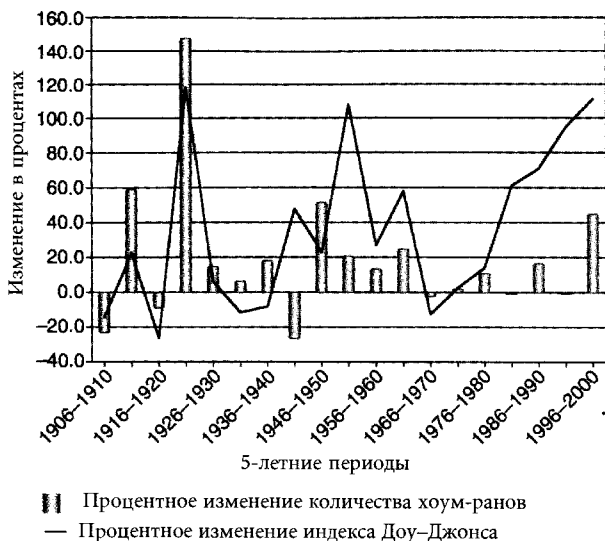
В совокупности эти три результата подтверждают, что чрезмерно высокое количество хоум-ранов предвещает спад рынка.

## Новое столетие, новая игра

Конец 1990-х годов во многих отношениях отличался от предыдущего периода: хотя количество хоум-ранов продолжало возрастать, одновременно росло и количество эпизодов, когда питчерам удавалось вывести из игры отбивающих-бэттеров, не дав им ни разу ударить по мячу (strikeouts).

Билл Джеймс объясняет такую противоречивую ситуацию изменениями инвентаря (уменьшение ручек бит, появление алюминиевых бит), интенсивными силовыми тренировками и тем, что питчеры стали использовать более короткий и скрытый замах. Если говорить о рынке, то, с одной стороны, акциями пытаются торговать необразованные люди, которые не понимают сложных процентов (10%-ный рост в течение двадцати лет дает 8-кратный доход на инвестиции), а с другой стороны, есть внутридневные трейдеры, которые мыслят исключительно кратковременными категориями и стремятся к сиюминутной выгоде, что ведет к бессмысленным колебаниям рынка.

Рисунок 11.1. Хоум-раны и изменения индекса Доу



В соответствии с нашей гипотезой рынок, действительно, последовал за бейсболом. Сильные колебания цен, которые раньше случались раз в год, теперь, в первые три года нового столетия, стали обыденными.

Мы не без основания считаем, что обычные инвесторы часто лучше предвидят будущие изменения рынка, чем изощренные эксперты и профессионалы фондового рынка, которые находятся на самой верхушке пирамиды этого рынка. Баскетбол и американский футбол не менее популярны, но все же бейсбол занимает особое место в психологии американцев, потому что это игра, с которой обычный Джо или Джеймс может легко себя отождествить. Бейсбол, пожалуй, единственный вид спорта, в котором люди среднего роста и веса, не обладающие большой физической силой и не очень быстродвигающиеся, могут играть на самом высоком уровне. Средний рост игроков высших бейсбольных лиг — 5 фу-

тов 10 дюймов (178 см), вес — 190 фунтов (86 кг), что соответствует росту и весу среднестатистического американца.

Как говорил покойный владелец одной из бейсбольных команд Билл Вик: «Бейсбол — это единственная игра, в которую могут играть обычные люди. Чтобы играть в баскетбол, ваш рост должен быть за два метра, чтобы играть в футбол — вам нужны те же два метра, но в ширину».

Дело не только в том, что люди с самыми обычными физическими данными могут играть в бейсбол. Бейсбол соответствует пожеланиям и вкусам среднестатистического американца. Поскольку динамика рынка во многом зависит от повседневных поступков обычных людей, бейсбол, олицетворяющий их ожидания и поступки, может быть хорошим инструментом для прогноза изменений рынка, жизни и специфики социальной ситуации (табл. 11.2).

Начиная с Марка Твена, писавшего об этом в девятнадцатом столетии, и заканчивая Жаком Барзуном в двадцать первом столетии, все соглашались с тем, что бейсбол — это отражение американского общества. Пол Диксон считал эту мысль настолько тривиальной, что, составляя свою книгу *Baseball's Greatest Quotations* (Великие цитаты о бейсболе)\*, исключил все ее варианты из этого сборника. Для Марка Твена бейсбол был «ярким символом, выражением порыва, стремлений, спешки и борьбы устремленного ввысь, неистового, процветающего девятнадцатого столетия». Так он сказал о бейсболе в 1888 году на обеде в ресторане Дельмонико, спонсором которого был Альберт Гудвил Сполдинг — один из первых бейсбольных импрессарио. Прошло более века, и в 2001 году команды Главной бейсбольной лиги играли для 75 млн болельщиков — это значительно больше, чем в любом другом виде спорта.

Бейсбол всегда отражал не только радости, но и горести и проблемы Америки. Эбнер Даблдэй, генерал, один из героев

---

\* Paul Dickson. *Baseball's Greatest Quotations*. — New York: Harper, 1992.

битвы при Геттисберге во время войны Севера и Юга, избрал эту игру в 1839 году в городке Куперстаун, штат Нью-Йорк. Афро-американцам не разрешали играть в эту игру до 1944 года, когда Джеки Робин впервые сыграл за Бруклин. В 1974 году во время экономической рецессии бейсболисты бастовали. Бейсбольная «Мировая серия» была прервана, когда страна оплакивала жертв атаки террористов на Всемирный Торговый Центр 11 сентября 2001 года, а возобновление игры через шесть дней после трагедии воспринималось как признак возвращения к нормальной жизни. Газеты заметили (причем на этот раз без обычного для них цинизма), что президент Джордж Буш смотрел первые две игры после возобновления «Мировой серии» вместе с семьей по телевизору в своей резиденции в Кемп-Дэвиде, а на третью игру приехал в Нью-Йорк, был на стадионе и лично открыл игру, подав первую подачу. Это был «страйк» (он заработал очко), и нью-йоркцы удостоили Джорджа Буша бурных аплодисментов. «Это очень важно, что сегодня он здесь. Это показывает, что он — настоящий человек», — сказал в интервью *New York Post* Эл Медич, 58-летний почтальон из Рего-Парка в Квинсе.

После всех колкостей, которые Джордж Буш-младший получил в свой адрес за неумение грамотно говорить, не слишком большое трудолюбие и, как некоторые утверждают, недостаточную интеллектуальность (он, кстати, вошел в лучшую по успеваемости половину однокашников в Гарвардской школе бизнеса, где получил степень магистра менеджмента и бизнес-администрирования (МВА) в то время, когда там учился и Вик), можно себе представить, как бы высмеивали его бейсбольные опыты в другой ситуации.

Кроме него только два президента посещали игры «Мировой серии»: Рональд Рейган в 1980-м году и Калвин Кулидж в 1920-м. И каждый раз эти события стали началом долгого и мощного бычьего рынка.

Таблица 11.2. Хронология развития бейсбола и финансового рынка с 1792 по 2001 год

Бейсбол	Год	Рынки
	1792	Торгуются пять ценных бумаг
	1829	Торгуются 380 000 разных акций
	1830-е	Доминирует железнодорожный бизнес
	1836	Запрещено торговать ценными бумагами на улице
Приняты первые формализованные правила	1845	
Первая официальная игра между двумя клубами	1846	
	1853	Требование полных отчетов о транзакциях
Первая лига	1857	
Первые платные билеты на игру (50 центов)	1858	
Первый скандал из-за тотализатора	1865	Построено первое здание для NYSE
Первая полностью профессиональная команда (зарплата игроков 1400 долл.)	1869	Установлено, что все акции должны быть зарегистрированы
Создана Национальная ассоциация игроков в бейсбол	1871	Появились первые биржевые специалисты
Первая игра, в которой питчер не позволил ни одному игроку противника добежать до базы (no-hitter)	1875	
Первый хоум-ран в национальной лиге	1876	
Первый скандал в высшей бейсбольной лиге	1878	Первый телефон на торговой площадке
	1896	<i>Wall Street Journal</i> вводит индекс Dow Jones average (индекс Доу-Джонса)
Первая «Мировая серия»	1903	NYSE переезжает в современное здание
	1907	Паника на Уолл-стрит
	1913	Создана Федеральная резервная система

Бейсбол	Год	Рынки
Первая игра, за которой следили 1 млн болельщиков	1920	В конце года индекс Доу достигает отметки 71,95
Вводится «быстрый мяч» (Lively ball); Бейб Рут добивается 54 хоум-ранов за сезон. Первый раз игрок заработал 50 000 долл.	1923	
Бейб Рут добивается 60 хоум-ранов за сезон	1927	
Первый игрок, сделавший за свою карьеру 500 хоум-ранов	1929	Крах биржи
	1932	Индекс Доу достигает низшей отметки
Первая игра «Всех звезд»	1933	Акт о ценных бумагах 1933 года
	1934	Создана Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC)
Первая вечерняя игра при искусственном освещении	1936	Президент NYSE (Нью-Йоркской биржи) Р. Уитни посажен в тюрьму за растрату
Первые выборы в «Зал Славы»	1936	
Первая трансляция игры по телевизору	1939	
	1942	Самая низкая плата за то, чтобы стать членом NYSE
Первый раз игрок зарабатывает 100 000 долл. Джеки Робинсон становится первым чернокожим игроком высшей бейсбольной лиги	1947	
	1953	Дневной объем торгов достигает 1 млн. Первый корпоративный член NYSE
Первая игра, за которую питчер не позволил ни одному игроку занять первую базу - игра из «Мировой серии» (Perfect game)	1956	
	1957	Индекс S&P начинают рассчитывать ежедневно
Роджер Марис стал первым игроком, который добился 61 хоум-рана за сезон.	1961	

Бейсбол	Год	Рынки
Открыт первый крытый стадион — Astroturf	1965	
	1967	Первая женщина-маклер на бирже
Высота «горки», на которой стоит питчер (подающий) понижается на 10 дюймов; правильная зона подачи определяется как пространство от подмышек до колен отбивающего	1969	
	1970	Первый чернокожий маклер NYSE
	1971	Открывается Nasdaq
	1972	Промышленный индекс Доу-Джонса превышает отметку 1000; открывается СВОЕ (Чикагская биржа опционов)
Первая забастовка игроков		
Первый игрок, достигший отметки 715 хоум-ранов	1974	Увеличено время торгов
Первая игра, за которой следило 3 млн болельщиков	1978	
	1982	Первый раз продано 100 млн акций за день
	1987	Самое большое падение индекса Доу за один день (в пунктах)
	1988	Введены процедуры остановки торгов в случае чрезмерного падения рынка (Circuit breakers)
	1991	Индекс Доу для сделок, которые проводятся после закрытия официальной торговой сессии биржи (off-hours), превысил 3000
Первая игра, за которой следило 4 млн болельщиков		
Первая команда-победитель «Мировой серии» не из США	1992	Средний дневной объем продаж превысил 200 млн акций в день
Игроки бастуют; «Мировая серия» отменена	1994	Начались торги в Интернете
	1995	Первое первичное размещение акций (IPO) в Интернете



Бейсбол	Год	Рынки
	1996	Объем торгов NYSE превысил 1 млрд
Марк Макгвайр достигает отметки 70 хоум-ранов за сезон	1998	
	1999	Индекс Доу превысил уровень 10 000
	2000	Доу испытывает рекордные однодневные подъемы и спады
Бэрри Бондс первым добивается 73 хоум-ранов за сезон	2001	Оборот на NYSE достигает уровня в 2 млрд. Переход на десятиричную систему исчисления с восьмеричной

Отмена ограничения игрового времени (игра продолжается, пока каждая команда не побывает в роли нападающей 9 раз, но при ничейном счете играют дополнительные «иннинги») восходит к тем патриархальным временам, когда в бейсбол играли на зеленых лугах. Игра появилась в те дни, когда многие американцы в поисках работы стали перебираться с ферм в города. Она идет в своем темпе, независимо от требований владельцев команд и спонсоров. В самой короткой в истории игре команда New York Giants выиграла у команды Philadelphia Phillies со счетом 6:1 за 51 минуту 28 сентября 1919 года. Самая длинная игра между командами Chicago White Sox и Milwaukee была сыграна 9 мая 1984 года: потребовалось 25 иннингов, и игра продолжалась 8 часов 6 минут. Хотя продолжительность теннисных матчей также бывает разной, они все же не бывают столь длинными.

Нам очень нравится восторг рядовых американцев, с которым они анализируют статистические данные, относящиеся к различным аспектам бейсбола. Когда кому-то из игроков удастся хоум-ран еще до того, как отбивать вышел третий бэттер, болельщики немедленно вспоминают, сколько еще в истории было подобных удачных



ударов, с разбивкой по номеру иннинга, счету в игре, по тому, левша или правша питчер и отбивающий, случилось ли это в домашней игре или на выезде. Например, в 2001 году во время игры знаменитой нью-йоркской команды Yankee, которую торжественно открывал губернатор Нью-Йорка Джордж Патки, был упомянут такой факт. У одного из отбивающих игроков был третий в истории процент ошибочных ударов — «фолов» (в этом случае мяч вылетает за боковую) — в ситуациях, когда уже вышли из игры два отбивающих его команды, в играх плэй-офф Американской лиги. Если бы только практики, работающие на фондовом рынке, могли получить от аналитиков хотя бы одну тысячную часть такой подробной информации — об ожидаемой доходности рынка, выигранных сериях, «болах», «страйках» финансового рынка и т. д., рынок стал бы гораздо более предсказуемым и приносил бы значительно больше доходов.

## Глава 12

# Рост или обвал?

---

*То, что спекуляция землей — это причина промышленной депрессии, совершенно очевидно. В периоды высокой индустриальной активности цена на землю устойчиво повышается, начинается спекуляция, и затем цена растет уже большими скачками. Это всегда сопровождается частичным сокращением производства и связанным с ним сокращением платежеспособного спроса. Затем начинается период относительной стагнации, во время которой медленно восстанавливается равновесие.*

Генри Джордж. Прогресс и бедность\*

**И**нвестиции в недвижимость могут показаться идеальной альтернативой постоянным скачкам фондового рынка. Но на самом деле цены на недвижимость подвержены точно таким же скачкам. Тресты по инвестициям в недвижимость (Real estate investment trusts — REIT) — основной инструмент, с помощью которого мелкие инвесторы могут вложить свои средства в крупную недвижимость, — в долгосрочной перспективе существенно уступают акциям. Ко-

---

\* Henry George. Progress and Poverty. — San Francisco: W. M. Hinton, 1879.

нечно, рынок, стоимость которого 17 трлн долл., включающий в себя офисные здания, жилые дома всех типов, обрабатываемые земли, склады, промышленные здания, больницы, предлагает разнообразие и рыночные ниши, которые дают возможность увеличить прибыль. Нет смысла спорить и с тем, что быть домовладельцем весьма выгодно. Но инвестору следует знать, что можно добиться еще более высоких прибылей, если изучить закономерности взаимосвязи циклов динамики недвижимости и бизнеса.

Давайте начнем с общей картины. Недвижимость — это и источник богатства, и необходимый элемент производства, и потребительский товар. Недвижимость — самый распространенный вид имущества. Согласно данным Федеральной резервной системы, стоимость коммерческой недвижимости США составляет примерно 5 трлн долл., а жилищной — 12 трлн. Это сравнимо со стоимостью акций (11 трлн) и облигаций (5 трлн), которыми владеют американцы. Домами в США владеют примерно 50 млн человек, но это еще не все: так как недвижимость составляет примерно 20% активов, которые находятся на балансе корпораций, каждый, кто владеет акциями, тем самым владеет и недвижимостью. Доля богатства американцев, которая приходится на недвижимость, велика и, наверное, даже больше, чем они себе представляют. На недвижимость приходится значительная доля расходов: это 10–20% расходов типичного бизнеса, семьи же тратят на недвижимость в среднем до трети своего дохода. Недвижимость и связанные с ней проблемы — важный фактор при принятии решений о производстве или покупке.

Все, что происходит в бизнесе, основано на недвижимости, которая подобна тектоническим плитам, определяющим рельеф земной поверхности. Изменения цен на недвижимость влияют на все остальные сферы бизнеса, вызывая «землетрясения», «извержения вулканов» и «дрейф континентов» в деловой активности, личном благосостоянии людей и на фондовом рынке. Состояния делались и терялись во время эпо-

хальных кризисов в сфере недвижимости 1972–1974, 1989–1990 и 1998–1999 годов.

Есть несколько теорий, которые пытаются объяснить цикличность динамики недвижимости. Дэвид Риккардо и Генри Джордж в XIX столетии писали, что доходы от недвижимости и цены на землю растут, когда бизнес на подъеме, поглощая дополнительные прибыли. Подъем цен становится особенно резким, когда за дело берутся спекулянты. В конце концов бизнес под этим грузом начинает спотыкаться, аренда и залладные остаются невыплаченными, а цены на землю падают. Но затем «вечная пружина надежды» постепенно распрямляется, и цены на недвижимость снижаются так, что предприниматели вновь берут ручку и бумагу и начинают составлять новые бизнес-планы.

Если обратиться к истории, крах крупномасштабных афер в сфере недвижимости, таких как South Sea Company в Англии или Mississippi Company во Франции, вызывал общую финансовую панику. Джакомо Казанова, который успешно спекулировал в XVIII веке, в своих мемуарах подробно описал то, как он использовал подобные эксцессы финансового рынка как для собственного обогащения, так и для обогащения своих многочисленных возлюбленных. Если говорить о современности, кто не помнит 1980-е годы в Японии, когда несколько акров земли около императорского дворца в Токио стоили больше, чем вся недвижимость в Калифорнии? Или технологический бум 1990-х, в результате которого арендная плата и цены на землю в Силиконовой долине в Калифорнии подскочили в несколько раз? В обоих этих случаях, как и во многих других, крах не заставил себя долго ждать.

Юун Докко из корейского университета Аджоун и его коллеги из Университета Беркли в Калифорнии отмечают, что многие объяснения циклов недвижимости основываются на появлении «жадных застройщиков» и «недалеких кредиторов».

Так происходит потому, что банкиры, по-видимому, любят давать кредиты, когда условия для бизнеса хорошие, а застройщики, со своей стороны, с удовольствием берут кредиты, когда их дают. В результате на рынке возникает избыточное предложение, и цены снижаются\*.

У нас обоих есть личный опыт «из первых рук», связанный со способностью циклов недвижимости переворачивать жизнь вверх дном. Потеряв свои деньги, вложенные в акции, семья Вика попыталась вернуть их, скупая обесцененную недвижимость в 1930-х годах. Когда и эти инвестиции не принесли дохода, слово «спекуляция» стало в семье Нидерхофферов бранным словом и оставалось им до тех пор, пока в конце 1950-х годов Вик не сделал первые шаги в этом направлении, купив акции горнодобывающих компаний на Американской фондовой бирже. А еще через 40 лет финансовый крах в Таиланде, причиной которого стали многочисленные и неоправданные с финансовой точки зрения стройки, начатые в этой стране, заставил Вика закрыть свой хедж-фонд и заложить дом. Нобелевский лауреат Джозеф Стиглиц, когда его спросили о причинах краха южно-азиатского рынка, в интервью, которое он дал в июне 2000 года журналу *Progressive*, указал самую суть проблемы: «Основные причины кризиса заключались в том, что спекулянты недвижимостью получили неоправданные кредиты, а также в рискованных финансовых операциях, особенно кратковременных займах на международных финансовых рынках»\*\*.

Отец Лорел, Джон Кеннер, был ипотечным банкиром и лично ориентировался в ценах. Однако он потерял все во время краха трастов по инвестициям в недвижимость (REIT) в 1972–1974 годах, когда отказался выйти из игры, хотя и считал цены на коммерческую недвижимость чрезмерно раздутыми. К несчастью, большая часть его состояния была связана с REIT.

---

\* Yoon Dokko. Real Estate Income and Value Cycles: A Model of Market Dynamics// Journal of Real Estate Research, vol. 18, no. 1 (1999): 1–27.


\*\* Lucy Komisar. Joseph Stiglitz//Progressive (June 2000).

## Продвижение трастов по инвестициям в недвижимость REIT

Трасты REIT появились в 1880 году, и им предоставлялись налоговые льготы для покупки недвижимости. Затем налоговые льготы то отменялись, то вновь предоставлялись, но сейчас трасты REIT могут избежать корпоративных налогов, если размещают не менее 90% облагаемого налогом дохода. Основная идея трастов REIT — дать возможность мелким инвесторам вкладывать деньги в крупную недвижимость — офисные здания, склады, госпитали, универсальные магазины, жилые дома и др. Таким образом, трасты REIT похожи на акционерные взаимные фонды, которые дают инвесторам возможность вкладывать деньги в большее количество разнообразных акций, чем они смогли бы сделать, используя только собственный капитал. В дополнение к налоговым льготам трасты REIT обеспечивают более высокую ликвидность по сравнению с прямыми инвестициями в недвижимость, потому что инвесторы могут легко продать свои паи. Доходность дивидендов для трастов REIT обычно варьирует от 6 до 8%. Трасты REIT и взаимные инвестиционные фонды недвижимости очень сильно росли в 2000–2002 годах, когда индекс Nasdaq, в котором в основном представлены акции роста, не предусматривающие выплаты дивидендов, потерял три четверти своей стоимости, а инвесторы предпочитали менее рискованные акции, по которым выплачиваются дивиденды. К середине 2002 года в США было около 300 трастов REIT, из них 190 выпускали акции, котирующиеся на бирже, совокупной рыночной стоимостью около 300 млрд долл. — очень существенный рост по сравнению с 1992 годом, когда стоимость таких акций составляла лишь 13 млрд долл. Кроме того, около 130 взаимных инвестиционных фондов открытого типа в США инвестируют в недвижимость, владея акциями трастов REIT, компаний, управляющих недвижимостью, или и тем и другим. Самые крупные из них — это Cohen & Steers, Fidelity и Vanguard (табл. 12.1).

Как и любые другие динамичные сферы, трасты REIT постоянно развиваются и внедряют различные инновации. Так, в конце 1990-х годов собственность концентрировалась в «зонтичных» трастах REIT, которые потом стали непопулярными из-за проблем с налогообложением. Когда в начале нового тысячелетия появились партнерские компании, которые инвестировали сразу в несколько взаимных фондов REIT, многие увидели в этом начало упадка данного сегмента рынка.

Учредители акционерных обществ пытались использовать растущую популярность фондов REIT и заработать на этом. Одно за другим появляются широко разрекламированные исследования, которые представляют REIT как идеальное средство для диверсификации инвестиционного портфеля. Утверждается, что индустрия недвижимости преодолела такие проблемы, как массовые ликвидации, происходившие в 70-х и 80-х годах, циклы подъемов и спадов, слишком высокий уровень заимствований, недостаточную прозрачность, многочисленные конфликты по поводу управления собственностью. Как будет показано дальше, циклы динамики цен на недвижимость существовали столетиями, и маловероятно, что они вдруг исчезнут навсегда.

 Объективная оценка результатов деятельности трастов REIT (даже прошлых) — непростая задача. Очень трудно получить действительно надежные данные о не-

**Таблица 12.1. Рейтинги Morningstar**

Фонд	Чистые активы, млрд долл.	Рейтинг Morningstar
Cohen & Steers Realty	1,38	★★★★★
Vanguard REIT Index	1,33	★★★★★
Fidelity Real Estate	1,26	★★★

Источник: Morningstar.com



движимости и REIT. Многие данные основаны на оценочной стоимости, а не на реальных ценах сделок. Такая практика сглаживает различия в доходности и приводит к псевдокорреляциям. Еще одна трудность связана с тем, что несколько сделок с одним и тем же объектом недвижимости происходят редко, и цены существенно варьируются в зависимости от типа и местоположения собственности.

«Проблема выживания», которая обсуждалась в главе 3, также искажает данные. Дело в том, что те данные, которые сохраняются и публикуются, в основном относятся только к той собственности, владельцы которой избежали банкротства, которая используется и с которой не произошло каких-то радикальных изменений.

Национальная ассоциация трастов инвестиций в недвижимость (NAREIT) предоставляет данные о трастах REIT и оценочную стоимость недвижимости, которой владеет ряд компаний и организаций с 1970 года, но в этой базе данных представлены только те фирмы и организации, которые регулярно присылали данные в NAREIT.

Исчерпывающее исследование движения цен трастов REIT, проведенное Юном Ханом из компании SIGNA Investment Management, расположенной в городе Хартфорде, штат Коннектикут, и Юнгуо Лянгом, управляющим фирмы Prudential Real Estate Investors, анализирует данные обо всех акционерных компаниях, которые можно классифицировать как трасты REIT в период с 1970 по 1993 годы. Хан и Лянг пришли к выводу, что из-за «проблемы выживания» NAREIT каждый год теряет 2–3% компаний\*.

Данные, предоставляемые брокерскими компаниями, плохо могут помочь инвесторам в оценке эффективности трастов REIT. Как правило, анализируются три основных индикатора:

---

\* Jun Han and Youguo Liang. The Historical Performance of Real Estate Investment Trusts//Journal of Real Estate Research, vol. 10, no. 3 (1995): 235–241.

1. Отношение цены к операционным доходам от недвижимости.
2. Дивидендная доходность.
3. Дисконт к чистой стоимости активов в расчете на одну акцию.

Аналитики комбинируют эти показатели, считая, что высокие значения по первому индикатору предсказывают медвежий тренд, а по второму и третьему — бычий. Результирующее значение комбинированного индекса сравнивается с ожидаемым уровнем роста, и если результаты сравнения расцениваются как позитивные, публикуются заявления, наподобие следующего, которое было сделано представителями крупной брокерской фирмы в начале 2002 года:

По нашему мнению, бумаги REIT сейчас продаются по ценам в 93 раза выше нашей оценки операционных доходов от недвижимости в 2002 году при 5% дисконта к чистой стоимости активов в расчете на одну акцию, при этом отмечается средняя дивидендная доходность в 7%. Мы прогнозируем 5%-ный рост прибылей, который может быть еще выше, если уровень занятости будет расти или будут дальше снижаться процентные ставки. Мы полагаем, что количество институциональных и частных инвесторов в трасты REIT будет расти.

Четвертый индикатор, который используют аналитики REIT, — это спрэд между доходностью REIT и облигаций. В периоды неустойчивого, волатильного рынка, такие как кризис 1998 года или период после атаки террористов 11 сентября, эта разница возрастает. По данным Bank of America, такой высокий спрэд, наблюдающийся довольно долго, предвещает отличные результаты для REIT. Вся проблема в том, чтобы отличить высокий спрэд, который может быть следствием недооценки, от высокого спрэда, причина которого — принятый во внимание более высокий уровень риска.

## **Трасты REIT в сравнении с акциями**

Учитывая все подъемы и спады рынка недвижимости за прошедшие столетия, большие различия в прибыльности между

его различными секторами (жилые дома в городах, фермы, склады и т.д.), разнообразие региональных условий и циклов и огромные трудности получения точных данных в индустрии, характеризующейся банкротствами, закрытием фирм, сносом зданий, можно ли что-то обоснованно утверждать относительно большей прибыльности REIT по сравнению с акциями?

Наши исследования показывают, что до последнего времени поведение этих двух видов ценных бумаг было достаточно сильно связано: годовой коэффициент корреляции составлял 50%. Это соотношение было нарушено в конце 90-х годов. Цены на REIT упали в 1997–1999 годах, а S&P 500 в это время удвоился, и, наоборот, в 2000–2001 годах цены на REIT поднялись на 45%, в то время как S&P 500 упал на 22% (табл. 12.2).

По этому поводу представители REIT-индустрии громко заявили, что корреляция между двумя данными видами ценных бумаг снижается, следовательно, менеджеры инвестиционных портфелей должны покупать фонды REIT, чтобы сбалансировать риск и доходность. Это было целью REIT-индустрии в течение десятилетий. Исследования, спонсированные различными трастами REIT, одно за другим пытались доказать, что диверсифицированный инвестиционный портфель, в который входят и обычные акции, и REIT, показывает лучшие результаты, чем портфели, в которые включены только обычные акции. Так, Национальная ассоциация трастов инвестиций в недвижимость опубликовала 29 мая 2001 года исследование ведущей компании в области статистики доходности Ibbotson Associates Inc., которое должно было показать, что REIT — «эффективное средство диверсификации для широкого диапазона инвестиционных портфелей, повышающее доходы и снижающее риск»\*.

К сожалению, все тщательно проведенные исследования этого феномена показывают или очень маленькую пользу та-

---

\* REITs' Low Correlation to Other Stocks and Bonds Is Key Factor for Portfolio Diversification// NAREIT press release (May 29, 2001).

кой диверсификации, или отсутствие какого-либо эффекта вообще. Рональд Кайзер, глава консалтинговой фирмы недвижимости Bailard, Biehl & Kaiser из Фостер-Сити, штат Калифорния, занялся исследованием именно этой проблемы\*. Используя девять различных академических и бизнес-источников, он построил таблицу данных доходности инвестиций в недвижимость с 1919 по 1997 год.

Он пришел к выводу, что доходы от инвестиций в недвижимость были сходны с теми, что приносили акции американских компаний за эти 86 лет, т. е. 10–11 % в год с учетом сложных процентов. Так и должно быть, поскольку и то, и другое — инвестиции в акционерный капитал. Кайзер заключил, что и акции S&P 500, и акции трастов REIT приносили доходы, превышавшие уровень инфляции и существенно более высокие, чем корпоративные и казначейские облигации или прямые (без «кредитного рычага») инвестиции в недвижимость. Хотя акции определенно превосходят инвестиции в трасты REIT по уровню ликвидности, последние компенсируют этот недостаток за счет более низкой волатильности. Однако собственные данные Кайзера показывают, что ежегодная доходность акций с учетом сложных процентов примерно на 1% выше, чем доходность от инвестиций в недвижимость. Это согласуется с данными тщательного исследования Уильяма Б. Бруггемана и Джеффри Д. Фишера, результаты которого приводятся в их учебнике *Real Estate Finance Investments* (Финансовые инвестиции в недвижимость)\*\*.

Бруггеман и Фишер анализировали ежеквартальные доходы от инвестиций в трасты REIT и другие фонды, включая S&P 500, с 1985 по 2000 год. Они обнаружили, что среднее геометрическое квартальных доходов для S&P 500 равно 4%, а аналогичный показатель для REIT — 2,6%. Разница примерно в 1,4% за квартал

\* Ronald W. Kaiser. The Long Cycle of Real Estate//Journal of Real Estate, vol. 14, no. 3 (1997): 233–258.

\*\* William B. Brueggeman and Jeffrey D. Fisher. Real Estate Finance & Investments. — New York: McGraw-Hill, 2001.

Таблица 12.2. Результаты трастов REIT в сравнении с S&amp;P 500

Год	Изменение индекса Morgan Stanley REIT, %	Изменения S&P 500, %	Разница, процентный пункт
2001	12,83	-13,04	25,87
2000	26,81	-10,14	36,95
1999	-4,55	19,53	24,08
1998	16,90	26,67	43,57
1997	-18,58	31,01	12,43
1996	35,89	20,26	15,63
1995	12,90	34,11	21,21

Источник: Bloomberg L.P.

на самом деле вовсе не «микроскопическая», как может показаться на первый взгляд. Например, с учетом сложных процентов 100 долл. при 4%-ной доходности за 15 лет превратятся в 189 долл., а при доходности в 2,6% — только в 151 долл. Для сравнения прямые инвестиции в недвижимость принесли бы 1,73% ежеквартального дохода, промышленные облигации — 2,24%, казначейские векселя — 1,4%. Индекс потребительских цен (показатель инфляции) в это время возрастал за квартал на 0,79%. (Геометрическое среднее отражает рассчитанный при помощи сложных процентов уровень доходности, который бы получил инвестор на один вложенный доллар за интересующий период. Менеджеры инвестиционных портфелей для оценки эффективности инвестиций используют геометрическое среднее, а не простое арифметическое среднее.)

Поскольку Бруггеман и Фишер использовали ненадежные данные NAREIT, для которых, как говорилось выше, характерна «проблема выживания», их оценки завышены. Учитывая более высокую доходность обычных акций по сравнению с REIT, возможность увеличить эффективность портфеля, ком-

бинируя эти два вида инвестиций, представляется маловероятной. Более того, тщательный анализ показывает, что ежеквартальные прибыли REIT коррелируют на уровне в 60% с ежеквартальными доходами S&P 500. Тем не менее, сделав воистину героические усилия и используя арифметические, а не геометрические средние для подсчета доходности, Бруггеман и Фишер сделали вывод, что диверсификация и комбинирование акций и инвестиций в фонды недвижимости могут принести положительный, но очень небольшой эффект.

### **Взаимосвязанные механизмы: недвижимость, бизнес-циклы и акции**

Хотя инвестиции в трасты REIT, скорее всего, не увеличат доходы, для инвесторов и спекулянтов может оказаться очень полезно исследовать динамику цен на недвижимость для понимания циклов фондового рынка. Согласно известной экономической теории, которая впервые была предложена Генри Джорджем и Дэвидом Риккардо еще в XIX веке, циклы развития бизнеса в основном определяются динамикой цен на недвижимость.

Джордж и Риккардо заметили, что арендная плата и цены на землю растут, когда складываются хорошие условия для бизнеса. В конце концов владельцы недвижимости, повышающие арендную плату, начинают поглощать всю прибыль, которую приносит бизнес. В ответ бизнесмены начинают просрочивать арендную плату и платежи по закладным, растут невыплаты, а банкиры требуют вернуть кредиты. Цены на землю начинают падать, потому что все меньше арендаторов может оплачивать аренду недвижимости по текущим ценам. А так как это сокращает доступные кредиты для других видов бизнеса, общая экономическая ситуация начинает ухудшаться. Как раз в это время на рынке появляется много новой недвижимости. Застройщики начинали свои проекты, когда ситуация для бизнеса была благоприятной, в надежде, что цены

на недвижимость будут повышаться. Теперь, когда проекты завершены, спрос на них ограничен.

Поэтому арендная плата и цены на недвижимость еще больше снижаются. Похожая ситуация наблюдается и в других сферах бизнеса: возьмите, например, венчурный капитал и сельское хозяйство. В цикле динамики недвижимости настает такой момент, что цены снижаются до уровня достаточного, чтобы предприниматели могли снова начать прибыльный бизнес, арендуя или покупая недвижимость. Рост бизнеса снова толкает вверх цены на недвижимость, и начинается следующий цикл.

Эта упрощенная модель настолько очевидна и элементарна, что может показаться наивным ее обсуждать, вот только приходится признать, что цикл, описанный Джорджем и Риккардо, повторяется в разные периоды истории и в разных странах снова и снова.

Гомер Хойт был первым, кто начал систематически изучать эти циклы. В своей книге *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relationship of the Growth of Chicago to the Rise of Its Land Values, 1830–1933* (Сто лет цен на землю в Чикаго: Зависимость между ростом Чикаго и подъемом цен на землю в нем в 1830–1933 годах) Хойт привел данные о резких изменениях стоимости земли в Чикаго (рис. 12.1)\*.

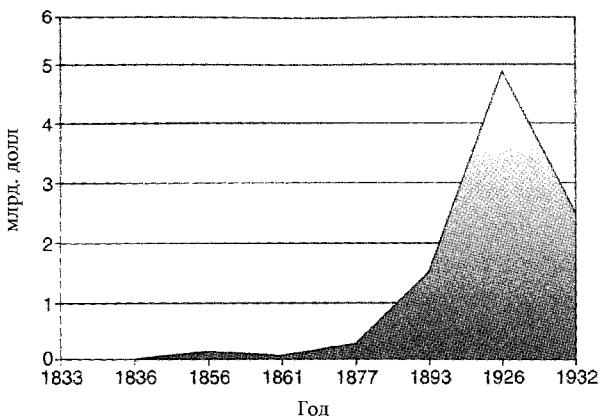
Наиболее тщательные и продуманные исследования инвестиций в недвижимость, которые мы обнаружили, — работы Кайзера, Лянга, Пруденшела и исследовательской компании *Torto Wheaton* — подтверждают гипотезу экономистов о существовании циклов в динамике недвижимости.

Кайзер, например, обнаружил потрясающие циклы бумов/крахов в ценах на недвижимость, пики которых приходились на 1800-е, 1870-е, 1920-е и конец 1980-х годов. В каждом из этих случаев резкий подъем арендной платы, которому обычно предшествовала и который со-



\* Homer Hoyt. *One Hundred Years of Land Values in Chicago: The Relations Growth of Chicago to the Rise of Its Land Values, 1830–1933*. — Washington Books, 2000.

**Рисунок 12.1. Подъемы и спады общей стоимости земли в Чикаго в 1833-1932 годах**



*Источник:* Фред И. Фолдвари. Циклы недвижимости и деловой активности: Теория торговых циклов Генри Джорджа. Доклад, сделанный в колледже Лафайет на конференции, посвященной Генри Джорджу, 13 июня 1991 года

проводила общая высокая инфляция, вызывал последующее снижение деловой активности и падение цен на акции. Начало спада характеризовалось ликвидацией и конфискацией заложенных объектов недвижимости, появлением большого количества невостребованных участков земли. Хотя исследование Кайзера в основном касалось прямых инвестиций в недвижимость, он пришел к выводу, что сходные закономерности существуют и в других секторах индустрии недвижимости.

Житейская мудрость предполагает, что рост акций ведет к увеличению цен на недвижимость, потому что у людей появляется больше денег для инвестиций. Но так бывает далеко не всегда.

Используя индекс цен трастов REIT как показатель всех цен на недвижимость, мы обнаружили, что с 1993 по 2001 год динамика цен REIT опережала динамику цен на акции. Кор-



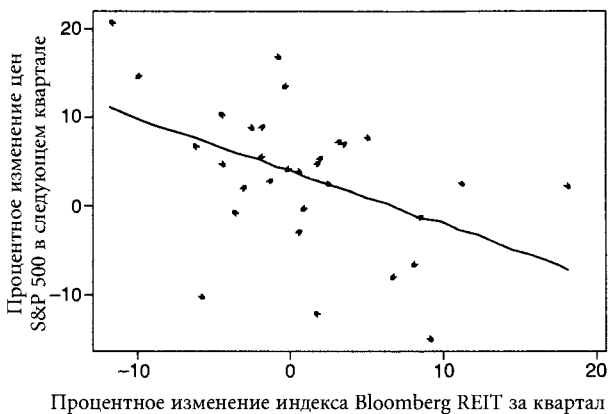
реляция между изменениями цен REIT в данном квартале и изменением цен индекса S&P в следующем квартале оказалась удивительно высокой:  $-0,5$ . Как мы уже объясняли в главе 8, общая формула для определения значимости коэффициента корреляции предполагает, что произведение его абсолютного значения и количества наблюдений должно быть больше 10. В данном случае умножение  $0,5$  (значение коэффициента) на 36 кварталов дает в результате 18, что свидетельствует о высоком уровне достоверности данной корреляции. Однако корреляция между изменением цен на акции в данном квартале и изменениями цен REIT в следующем квартале оказалась близка к нулю.

Средний рост S&P 500 за квартал, следующий за кварталом, в котором индекс Bloomberg REIT снизился или вырос менее чем на  $0,5\%$ , составил  $7\%$ . Это в два с лишним раза выше, чем средний уровень роста в  $3\%$  в квартал за весь период с 1993 по 2001 год. Если же индекс цен REIT увеличивался за квартал более чем на  $3\%$ , среднее изменение цен S&P 500 в следующем квартале было негативным:  $-0,5\%$ . Если изменение индекса REIT составило от  $0,5$  до  $3\%$ , среднее изменение цен S&P в следующем квартале было  $1\%$ .

Диаграмма рассеивания по этим двум показателям представлена на рис. 12.2. Обратите внимание, что за кварталами, когда отмечается снижение цен на недвижимость, следуют кварталы, когда существенно повышаются цены на акции (верхний левый угол диаграммы). Сходным образом, существенные увеличения цен на недвижимость сопровождаются низким ростом цен на акции (левый нижний квадрант).

Затем мы исследовали цикличность самих цен на недвижимость. Мы обнаружили за период с 1971 года по настоящее время значимую негативную корреляцию ( $-0,35$ ) между изменениями цен REIT в данном году и приростом цен REIT через два года. Когда цены REIT возрастали за год на  $25\%$  или выше, то доходность через два года в среднем снижалась до  $8\%$ .

### Рисунок 12.2. Недвижимость ведет за собой фондовый рынок: сравнение результатов S&P 500 Performance трастов REIT и поведение индекса



Источник: Niederhoffer Investments

За период наблюдения — с 1971 по 2001 год — произошло восемь падений цен REIT, а прирост REIT через два года после этого составлял в среднем 24% (табл. 12.3). Показанные нами результаты представляют полный доход, включая реинвестированные дивиденды и рост стоимости капитала.

### Мы даем медвежий прогноз

В феврале 2002 года мы решили использовать на практике обнаруженные нами закономерности. Разница доходности в пользу REIT за последние два года была самой большой за период наблюдений — 65%. Причем не только цены на недвижимость были максимальными, но и условия для деловой активности были очень неблагоприятными, поскольку разрушение Всемирного торгового центра 11 сентября 2001 года еще более усугубило уже и так начавшийся еще в марте экономический спад.

В 2002 году дивиденды REIT в среднем составляли 7% в год. Эти дивиденды, очевидно, были очень хорошими, если срав-

Таблица 12.3. Годовое изменение стоимости REIT через два года после спада

Дата	Изменение REIT, %	Дата	Изменение REIT, %	Изменение REIT через два года после спада, %
Дек-01	16,0			
Дек-00	26,0			
Дек-99	-6,0	Дек-01	16,0	16,0
Дек-98	-19,0	Дек-00	26,0	26,0
Дек-97	19,0	Дек-99	-6,0	
Дек-96	36,0	Дек-98	-19,0	
Дек-95	18,0	Дек-97	19,0	
Дек-94	1,0	Дек-96	36,0	
Дек-93	19,0	Дек-95	18,0	
Дек-92	12,0	Дек-94	1,0	
Дек-91	36,0	Дек-93	19,0	
Дек-90	-17,0	Дек-92	12,0	12,0
Дек-89	-2,0	Дек-91	36,0	36,0
Дек-88	11,0	Дек-90	-17,0	
Дек-87	-11,0	Дек-89	-2,0	-2,0
Дек-86	19,0	Дек-88	11,0	
Дек-85	6,0	Дек-87	-11,0	
Дек-84	15,0	Дек-86	19,0	
Дек-83	25,0	Дек-85	6,0	
Дек-82	32,0	Дек-84	15,0	
Дек-81	9,0	Дек-83	25,0	
Дек-80	28,0	Дек-82	32,0	
Дек-79	31,0	Дек-81	9,0	
Дек-78	-2,0	Дек-80	28,0	28,0
Дек-77	19,0	Дек-79	31,0	
Дек-76	49,0	Дек-78	-2,0	
Дек-75	36,0	Дек-77	19,0	
Дек-74	-42,0	Дек-76	49,0	49,0
Дек-73	-27,0	Дек-75	36,0	36,0
Дек-72	11,0	Дек-74	-42,0	
Дек-71		Дек-73	-27,0	
		Дек-72	11,0	
		Дек-71		

Источник: Niederhoffer Investments

нить их с 1,5% по акциям и 2% по казначейским векселям. Пропагандисты REIT говорят о высоких дивидендах как о большом преимуществе инвестиций в недвижимость. Однако такая же аргументация звучала в 1987 году, когда REIT уступали по доходности S&P 500 примерно на 50%. Нам было ясно, что REIT, которые очень сильно зависели от «кредитного рычага», не смогут долго поддерживать такой уровень выплаты дивидендов при слабом рынке недвижимости. Что ни говори, а доля не сданных в аренду офисных площадей достигла в 2001 году высокого уровня, и ожидалось, что она продолжит увеличиваться до значений, не отмечавшихся с конца 1980-х годов, что за ними последует спад доходности REIT, банкротства и связанные с ними проблемы для банков. К концу 2001 года доля пустующих офисных площадей по стране достигла 13,1%, что почти в два раза выше, чем в последнем квартале 2000 года (6,2%). Брокерская компания Grub & Ellis прогнозировала, что к концу 2002 года этот уровень может достичь 15%.

Увеличение доли пустующих офисных площадей — это критический тревожный сигнал. Важное исследование, проведенное фирмой PricewaterhouseCoopers, показало, что увеличение незанятых офисных площадей — наиболее точный предвестник падения цен. В этом исследовании анализировались цены за 20 лет для каждого муниципального статистического округа по различным типам недвижимости (офисы, квартиры, промышленные здания, собственные дома, отели, склады).

Мы заметили и другие признаки, предвещающие, что цены REIT начинают падать:

- **Запутанная бухгалтерская отчетность:** Аналитический отчет фирмы Green Street Advisors — наиболее квалифицированной фирмы в этой области, исследования которой соответствуют научным критериям, показал тревожную тенденцию. Доходы от трастовых операций фондов REIT (а это тот показатель, который чаще всего интересует инвесторов) в 2001 году были ниже, чем в 2000 году,

но некоторые фонды REIT исключили из своих финансовых отчетов разовые расходы и списанные активы, для того чтобы представить более положительные, чем на самом деле, данные\*. Мы опасались, что некоторые фонды REIT, особенно те, которые широко используют «кредитный рычаг», не смогут продолжать выплачивать дивиденды при ослаблении рынка недвижимости.

- **Популярные книги.** Поход в ближайший книжный магазин Barnes & Noble показал, что количество книг по инвестициям в недвижимость очень выросло. Особенно хорошо продавались следующие книги: *Investing in Real Estate* (Инвестиции в недвижимость), *Rich Dad, Poor Dad* (Богатый папа, бедный папа) и *J.K. Lasser's Real Estate Investing* (Инвестиции в недвижимость Дж.К. Лэссера)\*\* . Поскольку написание и издание книги занимает много времени, популярные книги отстают от реального развития рынка и появляются тогда, когда содержащиеся в них советы уже не могут помочь «делать деньги». Мы вспомнили о прогнозах роста индекса Доу к отметке 40 000 и многочисленных книгах для дэй-трейдеров, появившихся на исходе тысячелетия, как раз перед обвалом фондового рынка.
- **Включение в индекс S&P 500.** Составители индекса S&P 500 после интенсивного лоббирования со стороны представителей индустрии недвижимости включили три траста REIT в свой индекс в конце 2001 — начале 2002 года. Это были компании Equity Office Properties, Equity Residential Properties и Plum Creek Timber Company. Однако, как заметил наш коллега и редактор интернет-жур-

---

\* Ray A. Smith. New Report Questions Strength of REIT Results//Wall Street Journal (December 18, 2001).

\*\* Gary Eldred and Andrew Mclean. *Investing in Real Estate*. — New York: Wiley, 2001; Robert Kiyosaki and Sharon Lechter. *Rich Dad, Poor Dad*. — New York: Warner Books, 2000; Michael C. Thomsett, J. K. Lasser's *Real Estate Investing*. — New York: Wiley, 2002.

нала Джон Маркман, акции, исключенные из этого индекса, обычно показывают результаты лучшие, чем те, что включены в него\*.

- **Доктор Гринспен.** Высококочтимый председатель Федеральной резервной системы раздавал похвалы индустрии недвижимости, заявив 28 февраля 2001 года в своем докладе Конгрессу о денежной политике, что денежные средства, накопленные в результате повышения цен на жилые дома, защитили экономику от резкого спада расходов потребителей, произошедших из-за увольнений и падения цен на акции. Мы не можем удержаться, чтобы не спросить: чем денежные средства, накопленные за счет повышения цен на недвижимость, лучше средств, накопленных от повышения цен на акции компаний Nasdaq, на которые господин председатель обрушил всю силу своей критики в 1999–2000 годах? Мы также знаем о потрясающей способности господина Гринспена «каркать» и делать заявления в самое неподходящее время. Его «прозрение» об «иррациональном оптимизме» на фондовом рынке в декабре 1996 года, когда значение индекса Доу было 6437, и об опасности инфляции в 2000 году, когда уже практически закончился бум инвестиций в основной капитал, — лишь два из множества таких примеров.

В статье, опубликованной 31 января 2002 года в *Wall Street Journal*, говорилось, что в 2001 году произошел рекордный рост доли не сданных в аренду офисных площадей\*\*. Помимо всего этого, уважаемые фирмы с хорошей репутацией, имеющие все причины быть дружески настроенными по отношению к индустрии REIT, стали высказывать пессимистические прогнозы

---

\* Jon Markman. Buy What the S&P Trashes and Get Rich Quick//CNBC Money (December 12, 2001). Available from <http://www.cnbc.com>.

\*\* Dean Starkman. Office Buildings Had Sharpest Vacancy Rise in 2001//Wall Street Journal (January 31, 2002).

о ее перспективах. Так, представители компании Merrill Lynch в своем комментарии от 19 декабря отмечали, что «рост цен в этом секторе, вступающем в нисходящую фазу цикла, замедлился».

## Гнев приверженцев REIT

Несмотря на все тревожные сигналы, фонды REIT удивительно хорошо держались. В конце февраля индекс Bloomberg REIT все еще был на 17% выше, чем год назад. Учитывая все сказанное выше, нам показалось, что настало время для предсказания неизбежного спада цен на акции REIT. Однако, когда мы представили наше исследование в серии обзоров CNBC Money в феврале и марте 2002 года\*, нас стали ругать, как никогда за всю нашу карьеру. На нас и наших боссов обрушилась целая лавина писем от представителей индустрии REIT. Вот несколько примеров того, что мы получали по электронной почте:

«Виктор, Виктор, Виктор... Я с ужасом читал то, что вы и Лорел написали о REIT... Подходящее место для вашего обзора — мусорная корзина!» (Барри Винокур, главный редактор *Realty Stock Review and Property*).

«Ваша статья о ситуации с REIT — самая плохая за 8 лет на эту тему и по качеству анализа, и по стилю... Я не одинок в этом мнении. Сегодня утром я поговорил с десятью корпоративными клиентами, и все они не могут поверить, что подобная статья могла быть опубликована» (Луи У. Тэйлор, старший аналитик по недвижимому имуществу Deutsche Bank Alex Brown).

Мистер Тэйлор добавил, что реакция представителей индустрии недвижимости на нашу статью подчеркнула наши «неимоверное высокомерие, непрофессионализм и трусость», что мы и наши издатели — позор для своей профессии.

Такие комментарии были типичными для экспертов, знания которых в этой области были на порядок выше наших.

---

\* Victor Niederhoffer and Laurel Kenner. Sinking Real Estate Means Rising Stocks (February 14, 2002); 9 Reasons REITs Are about to Get Rocked (February 21, 2002); More Evidence REITs Are on the Brink (February 28, 2002); Small Business or Big, the Rules Are the Same (March 7, 2002)// CNBC Money. Available from <http://www.cnbc.com>.

Мы также получили множество критических замечаний от более типичных, на наш взгляд, читателей, например:

Это такие люди, как вы, провоцируют панику, и все начинают про-  
давать. Я надеюсь, что к вашему недальновидному мнению никто не  
прислушается.

Статья была отмечена и на дискуссионном веб-сайте по проблемам недвижимости *Motley Fool*, где типичным эпитетом в комментариях к статье было слово «идиотская». Наши карьеры были изучены с пристрастием, и в результате было с презрением отмечено, что Лорел некогда работала репортером по аэрокосмической тематике, а Вик играл в сквош. «Этот парень такой же плохой обозреватель, как и менеджер хедж-фонда в прошлом», — написал один из читателей. Мы можем добавить, что большинство аэрокосмических компаний, о которых Лорел писала в 1989–1994 годах, уже проданы другим владельцам, а игры в сквош жестким мячом, в которой десять лет преуспевал Вик, уже не существует.

## Несвоевременный оптимизм

Поток брани, который обрушился на нас, порожден двумя причинами. Как неизменно заключают экономисты, анализирующие проблемы недвижимости, спады рынка наиболее вероятны как раз тогда, когда и застройщики, и кредитующие их банкиры уверены, что ситуация на рынке способствует развитию бизнеса в сфере недвижимости. Результаты решений в индустрии недвижимости реализуются на рынке со значительным отставанием, а когда это, наконец, происходит, конъюнктура успевает драматическим образом измениться. Арендная плата и спрос падают одновременно. Сходным образом, именно тогда, когда инвесторы настроены наиболее оптимистично по отношению к ценным бумагам в сфере недвижимости, близка точка перелома и спад. Психологическая ошибка, которая часто проявляется в подобной ситуации,





называется «эффектом недавних событий». Последние события или значения слишком свежи в памяти и легко вспоминаются, а то, что случилось раньше, забыто. Дополнительная проблема при принятии решений связана с тем, что люди часто делают то, что делают все, именно в тот момент, когда следовало бы проявить индивидуальность.

Даже те, кто был согласен с нами, нашли в нашей работе недостатки. Рон Кайзер прорецензировал нашу работу и указал, что мы упустили «самый важный довод, чтобы ожидать медвежьего рынка: акции REIT обычно продаются по ценам примерно на 20% ниже, чем стоимость чистых активов (NAV), а сейчас цены близки к 100% NAV».

Более типичными были возражения Уильяма Уитона, главы уважаемой консалтинговой фирмы в сфере недвижимости Torto Wheaton, имеющей одну из лучших статистических баз данных пустующих и сданных офисных площадей с 1967 года. Во время февральского интервью он сказал нам, что, по его мнению, рынки различных видов недвижимости «в отличном состоянии». И предсказал новый рост, который будет вызван экономическим подъемом в середине года.

Но доля несданных офисных площадей продолжала расти и в третьем квартале, и 19 сентября 2002 года фирма Torto Wheaton предсказала, что спрос не восстановится до середины 2003 года\*.

Джон Фошейм, один из основателей исследовательской фирмы Green Street Advisors, данные которой мы уже с удовольствием цитировали, также во многом был не согласен с нами. Он отметил, что, несмотря на два очень хороших для фондов REIT года, до них были два плохих года и REIT показали примерно такие же результаты, как и акции S&P за период в пять и десять лет. Фошейм подчеркнул, что, хотя его фирма, конечно, заметила фокусы с отчетностью, нет оснований полагать, что фонды REIT манипулировали бухгалтерией

---

\* Robert Burgess. U.S. Office Market Recovery to Be Delayed, Torto Says// Bloomberg News (September 19, 2002).

больше, чем компании других типов. Его основное возражение заключалось в том, что против нашей точки зрения свидетельствует «коллективное мнение тысяч инвесторов, которые во всех городах Америки каждый день рискуют своим капиталом, покупая и продавая недвижимость... мы очень доверяем их мнению и основываем на нем оценку REIT». Очевидно, что Фошейм, среди клиентов которого есть крупные взаимные фонды, институциональные инвесторы и сами фонды REITs, не испытывал энтузиазма, читая наш прогноз, предвещавший резкий спад для этих фондов.

Мы вспомнили старую венгерскую поговорку, которая в переводе звучит примерно так: «Чем больше он говорит о своей честности, тем тщательнее проверяйте сдачу». Это очень уместный совет, когда слышишь, как аналитики говорят о необходимости скорректировать негативные статистические данные.

## **И вот гром грянул...**

По чистому совпадению, конечно, и без всяких ссылок на нас *Wall Street Journal* опубликовал в понедельник 25 февраля 2002 года статью под заголовком «Коммерческая недвижимость может вызвать спад экономики»<sup>\*</sup>. Рядом с новым длинным списком негативных признаков наш список выглядел очень скромным. Как вы думаете, кто поспешил подтвердить их негативный прогноз? Конечно, известная нам фирма Green Street Advisors. Аналитик этой компании Джон Луциус сказал в интервью, данном журналу: «Это еще не предел: в первом квартале 2001 года было потеряно много рабочих мест, но это еще не отражено в статистике арендной платы и офисных площадей».

Без сомнения, лишь из-за того, что мы заняли «шокирующую» медвежью позицию, Лорел была приглашена защищать нашу точку зрения на радиостанцию Money Matters Radio

---

<sup>\*</sup> Peter Grant. Commercial Real Estate May Damp the Economy//Wall Street Journal (February 25, 2002).

Network. Ведущий радиопередачи Барри Александер, президент фонда New England Advisory Group с активами в 2,5 млрд долл. немедленно заявил, что он с 1997 года давал инвесторам рекомендации покупать акции REIT. Может быть, чтобы немного подсластить пилюлю после передачи, один из ее редакторов сказал Лорел, что ему нравится то, что мы сказали по поводу пустующих офисных площадей: «Радиостанция расположена в “офисном парке”. Два года назад приходилось долго колесить в поисках места для парковки или оставлять машину на парковке около стадиона. Сегодня вы можете припарковаться практически везде, где пожелаете, и в любое время дня. Вы также видите, как объявления “сдается в аренду” появляются быстрее, чем грибы после дождя».

Мы ощутили свою правоту, когда индексы REIT резко упали через два месяца после публикации нашей первой статьи, прогнозирувавшей этот спад, 14 февраля 2002 года. А с 12 апреля по 9 октября 2002 года индекс недвижимости Bloomberg Office REIT упал на 24%.

В целом ситуация вокруг REIT напомнила нам о замечательной неделе в марте 2000 года, когда Вик получил сразу пять предложений основать интернет-компанию, включая два от собственных дочерей. Мы немедленно предсказали крах акций интернет-компаний, основываясь на простом законе соответствия спроса и предложения. Этот прогноз оказался последним, который был опубликован на публичном веб-сайте, для которого мы писали обзоры. Крах начался как по заказу: индекс интернет-компаний *thestreet.com* достиг своего пика 10 марта 2000 года, а к середине 2002 года потерял 95% стоимости.

Практически единодушное неприятие, которое вызвала наша статья, посвященная фондам REIT, очень типично для ситуаций, когда рынок достигает своего пика. Такая яростная реакция на информацию объясняет, почему инвесторы снова и снова теряют гораздо больше денег, чем могут позволить себе потерять. Хотя и можно вос-



---

принимать подобное сопротивление даже намеку на пессимизм, когда рынок находится на пике, как замечательное подтверждение устойчивости рыночных циклов, благодаря которому публика делает максимальный вклад в поддержание инфраструктуры рынка, все же было печально наблюдать, как одни и те же факторы снова и снова приводили к краху слишком многих инвесторов.

## Глава 13

# Термодинамика рынка

---

*Законы природы относятся ко всем частицам и их взаимодействиям.*

Гордон Кэйн. Суперсимметрия: открытие фундаментальных законов природы\*

**О**бычно Вик точно знает, как его младшая дочь Кира проводит время. Каждый день есть четыре часа, когда она не в школе, не ест и не спит. Из этих четырех часов один час она должна посвятить спорту (обычно это игра в сквош с папой), еще один — балету и еще один — игре на фортепьяно. У нее остается один час для игры, который она обычно проводит с друзьями, ныряя за монетами в плавательный бассейн. То, как она распределяет свое время, можно выразить простой формулой, которую мы назовем «уравнением Киры»:

---

\* Gordon Kane. Supersymmetry: Unveiling the Ultimate Laws of Nature. — Oxford, England: Perseus Press, 2000.

Спорт + Балет + Фортепьяно + Плавание = 4.

Иногда Кира просит, чтобы вместо балета ей разрешили дополнительно позаниматься спортом или еще чем-нибудь, и поскольку Вик не очень строгий отец, он обычно идет ей навстречу, но при этом настаивает, чтобы Кира на следующей неделе компенсировала то, что пропустила на этой.

Таким образом, сосчитав, сколько времени Кира потратила на любые три занятия, Вик может легко узнать, сколько времени она потратила на четвертое. Кроме того, по данным о том, что Кира делала на этой неделе, Вик обычно может предсказать, что она будет делать на следующей. «Уравнение Киры» появилось благодаря оригинальному примеру, предложенному нобелевским лауреатом Ричардом Фейнманом. В нем Фейнман рассказал о матери, которая ищет потерявшиеся деревянные детали из строительного набора своего сына. Всего в наборе 28 деталей. Мать использует очень сложные расчеты веса, чтобы обнаружить все возможные места, куда сынишка мог засунуть потерявшиеся детали: небольшой запирающийся ящичек, место под кроватью, аквариум для рыбок, где изменился уровень воды. Фейнман использовал этот пример, чтобы проиллюстрировать закон сохранения энергии — один из двух базовых физических законов (второй — это закон энтропии). Эти законы — основа для понимания всего, что происходит в физическом мире, и многого из того, что происходит в жизни. Но что могут дать физические законы для понимания рынка? Они могут быть не менее полезны для решения этой задачи, чем усилия Вика, предпринимаемые с целью помочь Кире рационально организовать ее свободное время.

## **Рыночные эксперименты, или «умение чувствовать рынок»**

Многие трейдеры говорили нам, что принимают решения на основе своего «чувства» рынка. К несчастью, у нас самих это

«чувство» отсутствует, поэтому, чтобы принимать решения, нам приходилось использовать научные исследования и методы. Наш собственный стиль игры на рынке был разработан в результате четырех десятилетий постоянного использования научных методов. Среди многих методов, которые за много столетий люди разработали для того, чтобы понять свое место в мироздании, наука занимает особое место. По существу, наука — это процесс исследования, разработанный для того, чтобы задавать вопросы и получать ответы о закономерностях физического мира. Научный прогресс привел к значительному улучшению жизни людей. Один из способов, который люди могут использовать для улучшения результатов своих инвестиций, да и своей жизни, — это изучение методов поиска истины, сделавших возможными научные достижения: умение собирать факты, находить закономерности и структуры, разрабатывать теории и тестировать прогнозы. Каким бы странным это ни казалось, если учесть достижения научного прогресса, в сфере инвестиций научные методы использовали далеко не всегда. Томас Кун отмечал в своей опубликованной в 1962 году классической книге *The Structure of Scientific Revolution* (Структура научной революции), что научный прогресс не всегда идет гладко. «Старая гвардия» сопротивляется новым идеям, угрожающим прежним парадигмам, на которых основаны ее благосостояние и репутация. Слишком часто новая теория принимается не после рождения, а после похорон...

Эта прискорбная тенденция отвергать новые идеи широко распространена среди «гуру» финансового рынка. В науке великие открытия нередко делаются учеными, которые проверяют теории, в итоге оказывающиеся неверными. Первый электрический аккумулятор — Лейденская банка, устройство, в котором можно накапливать достаточно большой электрический заряд, — было изобретено Петером Мушенбруком, физиком и математиком из города Лейдена в Нидерландах,

когда он пытался доказать теорию жидкой природы электричества, оказавшуюся неверной. Эффективный метод проб и ошибок, который он применил для этой цели, редко используется в исследовании инвестиций, потому что в этой сфере гипотезы очень редко формулируются так, что их можно подтвердить или опровергнуть. Считается, что Френсис Бэкон сказал: «Истина гораздо чаще появляется благодаря ошибке, чем недоумению и нерешительности». Слишком часто рыночные прогнозы делаются на основе таких же запутанных представлений, какие используются гадалками, предсказывающими судьбу по линиям на ладони, и другими «психологами-любителями». Кун отлично высказался на эту тему, обобщая ситуацию в оптике в доньютоновской физике: «Можно сделать вывод, что, хотя люди, работавшие в этой области, были учеными, результаты их исследований нельзя назвать научными». Придерживаясь научных методов, мы пытались следовать опыту поколений ученых, которые искали вдохновение для своих открытий в знаниях, накопленных коллегами из других дисциплин. Хотя академическая наука традиционно подразделяется на четыре большие области: физику, химию, биологию и науки о Земле, мир природы не признает этих границ. Изобретения и идеи часто влияют не только на ту научную дисциплину, в рамках которых они появились. Изобретение микроскопа, настоящего триумфа оптики, открыло для биологов и химиков целый мир объектов, которые невозможно разглядеть невооруженным глазом. Глубокое понимание Эйнштейном геометрии и механики привело его к открытию теории относительности. Такое «перекрестное опыление» различных областей науки случается настолько часто, и это так важно, что мы решили привести ряд наиболее ярких примеров в табл. 13.1. Социальные науки также выиграли благодаря «перекрестному опылению». Адам Смит, Ньютон экономики, использовал для своей идеи «невидимой руки» экономики притчу голландского поэта Бернарда де Мандевилля «Притча о пчелах, или Личные пороки и общественная польза».



Таблица 13.1. Перенос идей

Уильям Гарвей	<b>Кровообращение</b> Уильям Гарвей, личный врач английских королей Иакова I и Карла I, открыл, что сердце прокачивает кровь по телу подобно насосу и что в венах есть клапаны. В этом ему помогли принципы, заимствованные из гидравлики	1628
Алессандро Вольта	<b>Электрическая батарея</b> Вольта предположил, что электричество можно вырабатывать благодаря разнице потенциалов, возникающей между двумя различными металлами, после того, как прочитал о подергивании отрезанной лягушачьей лапки, контактирующей с двумя различными металлами	1800
Гораций Уэллс	<b>Анестезия</b> Дантист Уэллс наблюдал за людьми на карнавале, которые вдыхали «веселящий газ», когда вдруг один из них упал и поранился. Удивительно, но этот человек не почувствовал боли. Уэллс решил, что «веселящий газ» можно использовать для обезболивания пациентов	1844
Луи Пастер	<b>Лево-симметричные и право-симметричные молекулы</b> Пастер заметил, что соли виноградной и уксусной кислоты по-разному ведут себя в поляризованном свете. Это привело его к открытию того, что органические вещества на молекулярном уровне существуют в двух зеркально-симметричных формах.	1848
Элия Томпсон	<b>Электросварка</b> Во время эксперимента, который демонстрировал движение электрической искры, Томпсон заметил, что провода в результате оказались сваренными	1876
Илэр де Шардоне	<b>Район</b> Де Шардоне, проявляя фотопластины, пролил один из химикатов. Вытирая его, он заметил похожие на шелковые нити волокна. Через шесть лет он получил район (искусственный шелк) из коллоидного раствора	1891
Вильгельм Рентген	<b>Рентгеновские лучи</b> Исследования катодных трубок привели Рентгена к открытию «X-лучей», названных его именем	1895

Анри Беккерель	<b>Радиоактивность</b> Беккерель открыл радиоактивность, когда исследовал вещества, которые фосфоресцировали в видимом свете	1896
Александр Флеминг	<b>Пенициллин</b> Вот пример «перекрестного опыления», которое действительно произошло благодаря ветру. Флеминг выращивал бактерии стафилококка, когда споры редкого вида плесени <i>Penicillium notatum</i> занесло в чашку с питательной средой по воздуху из лаборатории, исследовавшей грибы, которая находилась этажом ниже. Когда Флеминг через две недели вернулся из отпуска, бактерии стафилококка процветали везде, за исключением того места, где образовалась плесень	1928
Уотсон, Крик, Уилкинс и Франклин	<b>Двойная спираль ДНК</b> Открытие структуры ДНК способствовал синтез идей из биологии, физики, химии, рентгеновской кристаллографии	1962

Учитывая ускоряющиеся темпы развития науки, можно предположить, что все больше открытий будет делаться новыми поколениями ученых благодаря использованию идей и закономерностей из других областей знания. Будут появляться абсолютно новые научные дисциплины. Мы уже были свидетелями того, как в результате взаимодействия оптики и исследований электричества и магнетизма появилась новая дисциплина — электродинамика, которая, в свою очередь, интегрировалась с другими областями знаний, и как возникла современная теория элементарных частиц. Можно ли представить себе будущего хирурга (лет через пятьдесят), который не будет знать генетику, электронику и не будет уметь пользоваться компьютером?

Можно ли использовать для инвестирования законы физики? Мы думаем, что да. Эксперименты уже ведутся.

Чарльз Сэнфорд, бывший президент компании Bankers Trust, предложил концепцию, названную им «финансы по

принципу элементарных частиц», которая основана на принципах физики элементарных частиц. Сэнфорд определяет и разделяет различные виды рисков, характерные для различных видов финансовых инструментов, для того чтобы застраховаться от непредсказуемых событий в финансовом бизнесе, сходных с хаотическими явлениями в физике. Последователь этой теории, вместо того чтобы просто приобрести «коллекцию рисков», называемую облигацией, может выбрать другое, более привлекательное для него сочетание рисков. Его портфель может состоять из кредитного риска, равного  $X$ , валютного риска, равного  $Y$ , и т. д.\* В другом эксперименте Шарбель Тану и Алэн Фессан из университета Bretagne Occidentale, находящегося в городе Бресте в Бельгии, использовали модели возгорания из физики высоких энергий, для того чтобы прогнозировать динамику акций. Эти профессора обратили внимание на то, что цены некоторых акций вдруг могут совершать резкий скачок после длительного периода стабильности, так же, как происходит спонтанное, на первый взгляд, возгорание. Отметив, что возгорание происходит после того, как концентрация горючих веществ достигает определенного уровня, эти ученые использовали уравнения для процессов возгорания и подставили в них реальные значения цен акций различных компаний\*\*.

## Деньги как энергия

Рынки заполнены различными видами энергии и ее трансформациями. Деньги можно рассматривать как энергию, которая переходит от одного лица к другому на рынках свободного капитала. Подобно энергии, деньги существуют в различных

---

\* David Batstone. Debate: Charles Sanford//Business 2.0 (October 1998). Available from <http://www.business2.com/articles/mag>.

\*\* Charbel Tannous and Alain Fessant. Combustion Models in Finance (December 12, 2001). Available from [http://arxiv.org/PS\\_cache/physics/pdf/oioi/oioi042.pdf](http://arxiv.org/PS_cache/physics/pdf/oioi/oioi042.pdf).

формах: валюта, земля, товары, акции и облигации, — если назвать только некоторые из них.

Коммерция распространяет богатства по всему миру — от человека к человеку, из страны в страну, — создавая круговорот товаров, труда, земли и капитала между домашними хозяйствами и бизнесом. Можно расширить эту простую модель, включив в нее действия правительства и международную торговлю. Подобно потенциальной энергии, в физическом мире существует и потенциальная энергия богатства, которая воплощена в еще не открытых нефтяных месторождениях, семенах, хранящихся в амбарах фермеров, технологиях, разрабатываемых изобретателями. В физике теория преобразования энергии воплощена в двух основных законах термодинамики. Эти фундаментальные законы служат основанием для всех других законов, которые управляют физическим миром. Они являются базовыми для понимания не только физики, но и жизни. На следующих страницах мы представим несколько наших вариаций на тему этих двух великих законов.

## **Первый закон термодинамики.**

### **Закон сохранения энергии**

Первый закон термодинамики — закон сохранения энергии — не имеет ничего общего с сохранением лесов, экономичными автомобилями и необходимостью не забывать выключать свет, когда вы уходите из дома. По существу, этот закон утверждает, что, хотя все процессы, происходящие в мире, преобразуют энергию в другие ее виды, общее количество энергии остается постоянным, или «сохраняется». Первая опубликованная формулировка этого закона принадлежит Юлиусу Роберту Майеру, немецкому врачу, который написал, что энергия не уничтожается, а только трансформируется. Майер продемонстрировал эквивалентность теплоты и других видов энергии. Альберт Эйнштейн развил теорию Майера в XX столетии, показав, что материя и энергия

также эквивалентны. Социальные исследователи, такие как, например, Герберт Спенсер, использовали концепцию сохранения для разработки теории общества. Марксисты использовали ее, чтобы аргументировать ложное утверждение о том, что экономика — это «игра с нулевой суммой», в своей теории прибавочной стоимости. Для практических финансовых спекуляций первый закон представляет отличную рабочую модель поведения финансовых рынков, которая позволяет высказать целый ряд плодотворных гипотез и предположений о движущих силах этих рынков.

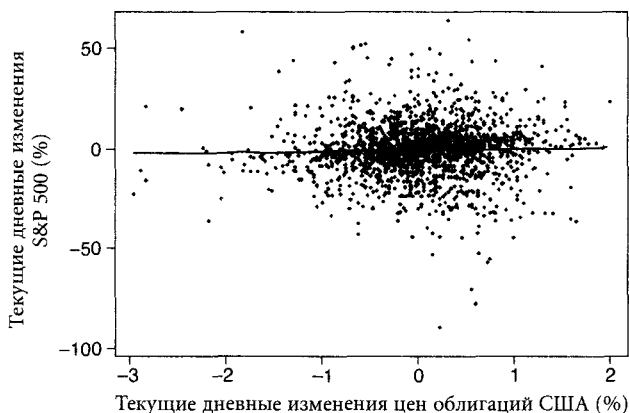
Закон сохранения энергии, вариация 1:

Уравнение Киры

Давайте вернемся к Кире, дочери Вика, и уравнению, описывающему распределение ее свободного времени. Мы заменим в нем балет на облигации правительства США, спорт — на акции американских компаний, уроки игры на фортепьяно — на облигации немецкого правительства (в память о Бетховене) и плавание в бассейне — на американский доллар.

Мы, таким образом, перейдем из мира, в котором суммируются минуты свободного времени Киры, в двухмерный мир взаимно сбалансированных изменений рыночных цен. Когда мы применим уравнение Киры к финансовым рынкам, изменения цен американских облигаций, американских акций, немецких облигаций и доллара будут взаимно уравновешены, и их сумма окажется равной нулю. Для тех, кто каждый день отслеживает изменения рынка, эта идея понятна на интуитивном уровне: резкое изменение цен облигаций будет уравновешено изменением цен на акции. Далее мы выделим в нашем уравнении два элемента: ежедневные изменения цен облигаций и акций за последние пять лет. Корреляция между ними показана на рис. 13.1. Это слабая положительная корреляция. Взаимное уравновешивание продолжается неделю за неделей. Как показано на рис. 13.2, когда американские облигации в ка-

**Рисунок 13.1. Корреляция ежедневных изменений цен на облигации США и акции компаний США, июль 1994 года — май 2001 года**



$$y = 1,7\% - \frac{1}{2}(x)$$

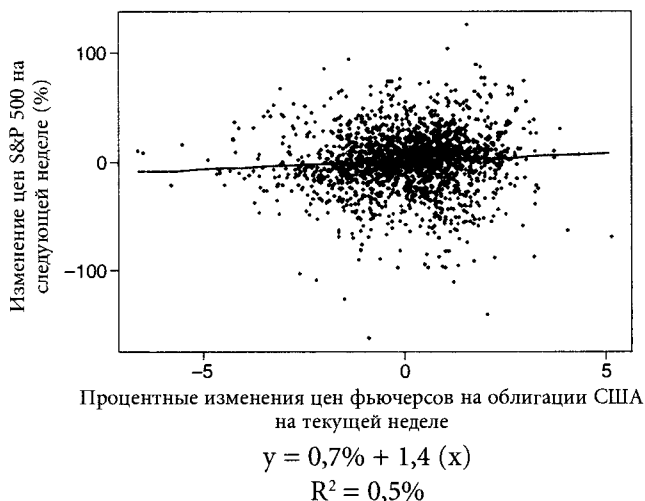
$$R^2 = 0,1\%$$

*Источник:* Niederhoffer Investments

кую-то неделю поднимаются больше чем на два пункта, на следующей неделе индекс S&P 500 обычно поднимается на 3,5 пункта. Прогностическая связь между акциями и облигациями, которую иллюстрируют диаграммы на рис. 13.1 и 13.2, — это одна из самых полезных закономерностей, которую мы обнаружили, потратив многие тысячи часов на исследование подобных взаимосвязей. Несколько пунктов прибыли за неделю по индексу S&P 500 могут принести трейдерам очень хорошие доходы за более длительное время. В конце концов, 11% прибыли в год благодаря сложным процентам могут за 20 лет увеличить инвестиции в восемь раз.

Более того, эти результаты обладают высокой статистической значимостью: вероятность того, что такие отклонения от среднего случайны, ниже, чем 1 на 1000. Общее количество «энергии» на рынке, содержащейся в закрытой системе, состо-

**Рисунок 13.2. Корреляция еженедельных изменений цен на облигации США и акции компаний США, июль 1994 года — май 2001 года**



*Источник:* Niederhoffer Investments

ящей из облигаций и акций, остается постоянным. Есть возможность временно нарушать это равновесие, занимая в какой-то промежуток времени часть энергии, но потом, через некоторое время, ее нужно возместить. Теория относительности Эйнштейна позволяет пролить дополнительный свет на проблему заимствования и возвращения энергии. Теория относительности показывает, что масса и энергия эквивалентны и что энергия постоянно трансформируется в массу и наоборот. Когда вы заводите пружину часов, масса пружины немного увеличивается, так как в ней сохраняется энергия. Когда пружина раскручивается, эта микроскопическая доля массы снова преобразуется в энергию. Рынок также может «сохранять энергию». Тем не менее заимствованная энергия всегда должна быть выплачена, точно так же, как Кира должна возместить пропущенный урок игры на фортепьяно на следующей неделе.

## Закон сохранения энергии, вариация 2: Исчезающие деньги

Надежда приходит к людям снова и снова. Так и должно быть, учитывая способность людей улучшать свою жизнь и становиться счастливыми, как показывает вклад в прогресс человеческой цивилизации таких гигантов, как Леонардо да Винчи, Исаак Ньютон и Томас Эдисон.

Вечная, постоянно возобновляющаяся природа человеческой надежды кажется необходимым ингредиентом нашей способности справляться с трудностями и разочарованиями жизни. И вряд ли можно найти лучшее воплощение надежды, чем ситуация, когда мы включаем телевизор после периода падения акций и видим, как симпатичная телеведущая снимает очки и объявляет: «Цены на технологические акции снова повышаются!» Возможно, это корпорация Intel только что сообщила, что получила более высокие прибыли, чем прогнозировалось, и вызвала среди инвесторов «покупательскую лихорадку». Следующее за этим повышение цен на акции Intel делает акции других компаний технологического сектора относительно дешевыми, и в него начинается приток денег. Такой процесс иногда длится годами, как это происходило в 1990-х, когда огромный поток денег вливался в технологический сектор с накопительных счетов, из инвестиционных денежных фондов, от иностранных инвесторов и индекс Nasdaq вырос с 374 до 4069 пунктов. Еще важнее то, что любой отчет конкретной компании о прибылях создает в этой ситуации впечатление, что с технологией все в порядке — она приносит прибыль, предпринимательство создает «рог изобилия», который может снова и снова заполняться для инвесторов, поставщиков, клиентов и работников. Но всегда есть элемент неудовлетворенности. Энтузиазм имеет тенденцию ослабевать, а затем и вовсе исчезать. В конце концов, потенциальная энергия в мире сбережений, альтернативного инвестирования или кредитных карт понизится настолько, что дальнейший



подъем, и даже поддержание достигнутого уровня, станет невозможным. В этот момент уверенность пропадает, и появляются сомнения, которые долгое время казались неуместными, а сейчас вызывают реальную тревогу. События 2000 года, обсуждавшиеся во введении к первой части нашей книги, хорошо иллюстрируют данную ситуацию. Когда в начале 2000 года потенциальная энергия была исчерпана, председатель Федеральной резервной системы, которого уже три года беспокоил «иррациональный энтузиазм», выбрал очень неудачное время для того, чтобы поднять процентную ставку федеральных фондов с 5,50 до 6,50%. Это повышение осуществлялось в три этапа. Первые два, на четверть процента каждый, состоялись 2 февраля и 21 марта. Последнее повышение на полпроцента было проведено 16 мая — после того, как индекс Nasdaq уже упал на 26% по сравнению со своим максимумом, достигнутым десятью неделями ранее. Столкнувшись с давлением Федеральной резервной системы, крупные инвесторы, которые не так давно стали вкладывать в высокотехнологические акции, начали их продавать. Новые технологические компании, которые совсем недавно осаждались инвестиционными банками, стремившимися принять участие в первоначальном размещении их акций, вдруг обнаружили, что не могут продать свои акции. Без капитала они не смогли купить оборудование. В свою очередь, производители оборудования столкнулись с резким падением заказов. Технологические акции упали в цене, и публика стала их продавать и покупать акции роста. Когда, в свой черед, упали и акции роста, публика начала покупать недооцененные акции.

И вот тут высокочтимый инвестор в недооцененные акции из Омахи объявил в своем ежегодном послании акционерам 28 февраля 2002 года, что он «определенно разочарован перспективами для акций в ближайшем десятилетии». В ответ на это публика стала переводить еще сохранившиеся у нее акции в наличность и ждать, пока симпатичная телеведущая перестанет хмурить брови и снова снимет свои очки. Такой кру-

говорот энергии постоянно происходит и в мире природы. Солнце генерирует энергию, растения используют ее и производят сахар, кролик съедает растения, койот съедает кролика, койот умирает, и питательные вещества после его смерти снова попадают в почву и становятся удобрениями для растений. Важно понимать, что в любой момент подобного круговорота общее количество массы и энергии точно такое же, каким оно было вначале. Любую долю массы и энергии, которая кажется потерянной, можно где-то обнаружить. Закон сохранения энергии, например, помогает понять, почему сообщения в новостях о триллионах долларов, которые «исчезли», «испарились», «пропали» во время спадов фондового рынка, абсолютно неверны. Деньги, подобно энергии, никуда не исчезают, они просто куда-то переходят. Американский фондовый рынок, по данным индекса Wilshire 5000, при падении с максимума в марте 2000 года к минимуму, достигнутому в октябре 2002 года, потерял 50% своей стоимости, или 8,15 трлн долл. Это следует из формулы компании Wilshire Associates, которая предполагает, что потеря каждого пункта ее индекса равнозначна потере фондовым рынком 1,1 млрд долл. Но эти деньги не исчезли. На каждого инвестора, который купил акции, когда их цена достигла максимума (а потом стала снижаться), приходится трейдер, которому удалось продать свои акции по максимальной цене. Наша история о симпатичной телеведущей — лишь один из примеров единичного события на одном из рынков. Можно представить и существенно отличающиеся примеры объяснений событий на рынке, относящиеся к другим периодам истории США или другим странам. Наша модель не может быть точным описанием всех сил и факторов, которые влияют на рынок. Любая модель — это неизбежное упрощение реальности. Ключевой вопрос для любой модели состоит в том, может ли она дать полезные идеи и прогнозы и можно ли, тестируя эти идеи и прогнозы, разработать еще лучшую модель. Удивительная черта модели, которую мы представляем, заключается в том, что многие конк-

ретные закономерности, отображенные ею, соответствуют реальному развитию событий на рынке за последние 20 лет.

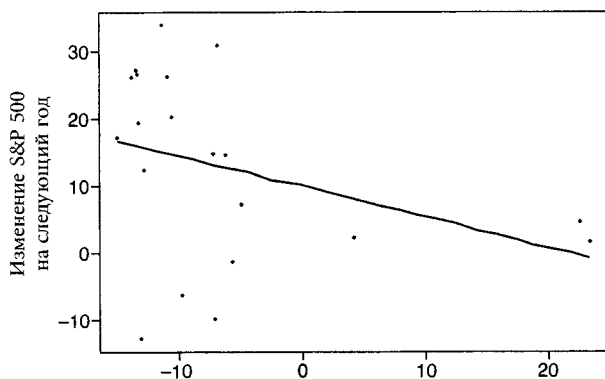
Закон сохранения энергии, вариация 3:  
Откуда берутся деньги для первичного размещения акций?

Предположим, что количество денег, на которые можно покупать акции, ограничено и в существенной степени зависит от того, какие суммы были поглощены при первичных размещениях акций компаний. Деньги, на которые надо покупать новые акции, должны откуда-то прийти.

Хорошая рабочая модель — предположить, что это те деньги, которые могли быть потрачены на покупку уже существующих акций. Из этого следует рабочая гипотеза: когда первичных предложений акций много, уменьшается количество средств, имеющихся для того, чтобы покупать уже обращающиеся акции. И напротив, если первичных предложений мало, для покупки «старых» акций денег больше. Действительно, сокращение количества первичных предложений характерно для бычьего рынка. На рис. 13.3 сопоставляется количество первичных предложений акций за каждый год из последних двадцати лет и значение индекса S&P. Корреляция между количеством первичных предложений в данный год и ростом рынка акций на будущий год — негативная (коэффициент корреляции  $-0,36$ ). Это значимая и достаточно сильная статистическая взаимосвязь, напоминающая нам о преобразованиях энергии, которые мы видим, наблюдая за прыгающим мячом или движением тележки на «Американских горках» — образами, такими знакомыми участникам фондового рынка в наши дни.

Затем мы проанализировали соотношение между совокупной долларовой стоимостью за данный год всех новых акций, которые поступили на рынок в результате первичных предложений, и доходностью рынка на следующий год начиная с 1991-го (первый год, для которого есть такие данные) до теку-

### Рисунок 13.3. Меньшее количество первичных предложений акций ведет к лучшим результатам на рынке



Процентное изменение количества первичных размещений акций (IPO) в данном году

$$y = 14\% - \frac{1}{25}(x)$$

$$R^2 = 12,7\%$$

Источник: Niederhoffer Investments

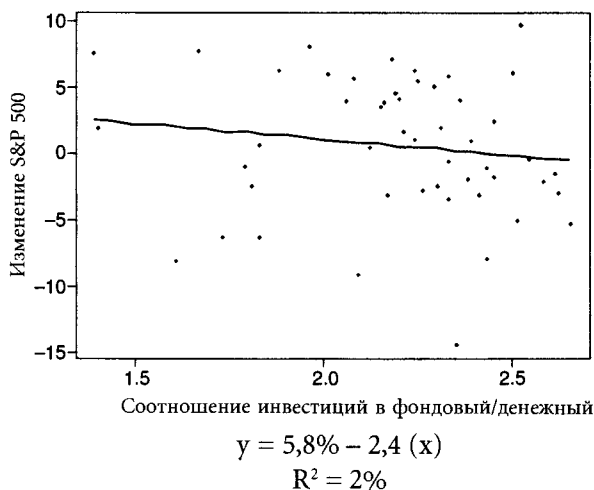
щего момента и обнаружили аналогичную негативную корреляцию:  $-0,33$ .

### Закон сохранения энергии, вариация 4: Трансформация энергии

Рассматривая природу рынков с точки зрения «энергии», полезно различать, с одной стороны, потенциальную энергию, а с другой — «рабочие» преобразования энергии. Действующие, «работающие» формы энергии — это кинетическая, химическая, электрическая, электромагнитная энергия, энергия упругости (подобная той, которая заставляет подпрыгивать мяч), ядерная, тепловая и звуковая энергия. Деньги, используемые для покупки акций, можно рассматривать как форму потенциальной энергии. Когда деньги на-

капливаются на счетах и инвестиции в акции сокращаются, как это произошло в 2001 и 2002 годах, ситуация похожа на маятник, застывший в верхней точке. В этот момент кажется, что энергия исчезла. На самом деле она находится в своей потенциальной форме и, скорее всего, будет преобразована в энергию движения. Когда движение начинается, один из возможных путей — взаимные фонды рынка акций. В начале 2002 года соотношение инвестиций во взаимные фонды рынка акций и фонды денежного рынка было 1,5 — очень близким к минимальной за четыре года величине в 1,4. Максимум в 2,6 наблюдался весной 2000 года, и как раз после этого началось беспрецедентное, продолжавшееся 18 месяцев падение фондового рынка.

**Рисунок 13.4. Соотношение инвестиций в фондовый/денежный рынок как средство прогноза изменения индекса S&P 500 в следующем месяце**



Источник: Niederhoffer Investments

Наше исследование соотношения инвестиций в фонды рынка акций/денежные фонды показывает, что регрессионное уравнение предсказывает следующее значение для прироста S&P 500 на следующий месяц: 5,8% минус 2,4%, умноженные на величину отношения инвестиций в акции/деньги (рис. 13,4).

## Второй закон термодинамики. Энтропия

Во второй половине XIX века Рудольф Клаузиус и Уильям Томсон (лорд Кельвин) сформулировали второй закон термодинамики — закон энтропии. По сути, этот закон утверждает, что, если энергия распределена неравномерно, существует сила, которая уменьшает подобную неравномерность. Клаузиус предложил для этой закономерности термин «энтропия». Если первый закон утверждает, что общее количество энергии в мире остается постоянным, то второй говорит, что в мире существует активная сила, направленная на то, чтобы минимизировать потенциал (или, что эквивалентно, максимизировать энтропию). Второй закон можно очень легко продемонстрировать эмпирически. Поставьте стакан горячей воды в холодной комнате. Тепло из воды будет рассеиваться по комнате, пока температура воды в стакане и воздуха в комнате не станет одинаковой. Таким образом, потенциал тепловой энергии воды минимизируется, а энтропия увеличивается.

Закон энтропии, вариация 1:

Максимизация перемещения денег

На фондовом рынке есть свой способ увеличения энтропии: он перемещает и трансформирует богатства. Процент акций, котирующихся на NYSE, цена которых при закрытии биржи остается такой же, какой она была при открытии в данный день, в среднем примерно 2% — это значительно больше, чем могло бы получиться при случайном совпаде-

нии. Цены акций изменяются так, что увеличивается энтропия. Это верно и для более длительных периодов времени. Когда цена акции существенно меняется в начале недели, наиболее вероятно, что во второй ее половине цена этой акции изменится в противоположном направлении. Типы биржевых приказов, которые даются трейдерами, можно сравнить с различными формами энергии. Рыночные приказы о немедленной покупке или продаже по текущей цене можно сравнить с кинетической энергией, а лимитные приказы или стоп-приказы — с потенциальной энергией. Резкое движение цен вверх запускает стоп-приказы, ограничивающие убытки. После обычного в этом случае возврата цен рынок при новом движении вверх встречается уже с меньшим сопротивлением, и оно происходит легче. Вот почему двойные и тройные пики цен непродолжительны. Отмена лимитных приказов увеличивает энтропию в системе. Вот иллюстрация: возьмите обычный бумажный лист и сомните его в руке. Когда бумага мнется, энергия сохраняется в ее складках. Это энергия сопротивления вашим усилиям смять бумагу. В конце концов, когда смятый комок бумаги станет совсем маленьким, вам потребуется затратить неимоверное количество энергии для того, чтобы сделать его хоть чуть-чуть меньше.

Благодаря исследованиям этого феномена ученые теперь лучше понимают, как изгибается мембрана кровяной клетки, чтобы кровь могла пройти в мельчайшие капилляры, как деформируется и поглощает энергию при столкновении бампер автомобиля и как сталкиваются и изгибаются тектонические плиты, формируя горные цепи. Сходный феномен характерен и для рынков. Резкий спад цен требует много энергии. Когда такие сильные изменения происходят, энергия, необходимая для того чтобы еще больше снизить цены, настолько велика, что цены проявляют тенденцию выбирать линию наименьшего сопротивления и начинают подниматься.

## Закон энтропии, вариация 2:

### Трение и рассеивание теплоты

Трение — это очевидный пример энтропии в повседневной жизни. Как и в реальном мире, часть энергии рынка не контролируется трейдерами и рассеивается в форме «трения». На рынке, вероятно, 15 млрд долл. в год уходит на поддержание его инфраструктуры в виде разницы между ценами покупки и продажи (спрэда), комиссионных брокерам и членских взносов в Национальную ассоциацию фьючерсных торгов. Прибыли, изымаемые инфраструктурой рынка, можно оценить на основе цены места на главных биржах. Суммарное количество мест на Нью-Йоркской фондовой бирже, Американской фондовой бирже, Чикагской товарной бирже, Чикагской бирже опционов, Чикагской товарной бирже и Нью-Йоркской товарной бирже более 8000, а их суммарная стоимость в начале 2002 года, рассчитанная по ценам последних покупок, — 6,4 млрд долл. (см. табл. 13.2). Обычные люди, участвующие в торгах, делают владение этими местами очень прибыльным бизнесом. Если вы следуете всем обычаям рынка, то становитесь для него ценным источником дохода. Разные типы участников рынка сталкиваются с неодинаковой силой трения в зависимости от того, какое место они занимают в его инфраструктуре. Сила трения минимальна для трейдеров, допущенных непосредственно на биржи, и максимальна для мелких игроков, которые участвуют в торгах через традиционные брокерские фирмы.

Сделка, прибыльная для трейдеров, работающих в биржевом зале, или институциональных трейдеров, может быть убыточной для мелких инвесторов. Простой путь улучшить ваши результаты на рынке — это сократить операционные издержки. Существует много способов достичь этой цели. Начните с переговоров о более низких комиссионных или с поиска брокера, предлагающего скидку. Внутридневному трейдерам, которые совершают сделки с большим количеством акций и обыч-



Таблица 13.2. Стоимость мест на некоторых биржах США

Биржа	Количество мест	Последняя цена продажи, долл.	Дата
NYSE Нью-Йоркская фондовая биржа	1366	2 500 000	Февр. 2002
AMEX Американская фондовая биржа	203 (опционных)	300 000	Февр. 2002
AMEX Американская фондовая биржа	661 (обычных)	270 000	Март 2002
СВОТ Чикагская торговая биржа	1402 (полных)	400 000	Март 2002
СМЕ Чикагская товарная биржа	625 (с полным правом голоса)	800 000	Янв. 2002
СМЕ-отделение индексов и опционов	1287 (с правом голоса)	550 000	Март 2002
СМЕ-отделение международного денежного рынка	813 (с правом голоса)	380 000	Февр. 2002
СВОЕ Чикагская биржа опционов	930	365 000	Янв. 2002
NYMEX Нью-Йоркская товарная биржа	816	875 000	Янв. 2002

*Источник:* NYSE, National Association of Securities Dealers, Chicago Mercantile Exchange, Chicago Board of Trade, Bloomberg News

но платят очень низкие комиссионные, но, тем не менее, тратят на них до 50% прибылей, стоит задуматься об изменении своей тактики участия в торгах. Инвестиций, которые требуют высоких операционных издержек, таких как, например, фонды с «нагрузкой» (load-bearing mutual funds), акции иностранных компаний, за которые требуют высокие комиссионные, «копеечные акции», стоящие меньше доллара за штуку (penny stocks), и структурированные ценные бумаги, лучше вообще избегать и выбирать менее затратные инвестиции.

### Закон энтропии, вариация 3: Ротация секторов и достижение максимума энтропии

Читатель может спросить, почему, если закон энтропии правит рынком, одни его сектора оказываются в долгосрочном периоде более выгодными, чем другие. Сходное противоречие можно отметить и в естественных науках, где физики утверждают, что энергия рассеивается, в то время как биологи говорят, что жизнь и живые существа, напротив, становятся все более высокоорганизованными. Ответ таков: упорядоченное рассеивание энергии, например пламя, может быть более эффективным способом рассеивания энергетического потенциала, чем неупорядоченное. На рынке существуют прибыльные и растущие сектора, потому что они эффективно рассеивают потенциальную энергию в своей среде. Как только сектор рынка становится зрелым и предсказуемым, высокие прибыли исчезают, подобно тому, как сгорает свеча. Еще один повседневный пример того же явления, которое называется «максимальный выход энтропии», — это кастрюля с кипящей водой. По закону энтропии, движение воды вроде бы должно быть случайным и непредсказуемым. Вместо этого оно оказывается упорядоченным. Когда зажигается газ, горячая вода поднимается снизу вверх в середине кастрюли. Часть воды испаряется, часть остывает и опускается вниз, и ее замещает новая нагретая вода, поднимающаяся на поверхность. Этот упорядоченный процесс наиболее эффективным способом передает энергию горения газа в атмосферу, делая энтропию максимальной. Подобный же принцип позволяет некоторым секторам рынка достаточно долго «сохранять тепло», что приводит к приятным последствиям для части инвесторов. Некоторые взаимные фонды предпочитают инвестировать в отрасли, показывающие относительно сильные результаты, пока они «не потеряют пар». Марк Халберт, специалист по оценке инвестиционных фондов, пришел к выводу, что такая «ротация инвестиционных секторов», по


данным за пять лет, начиная 1996 и заканчивая 2001 годом, позволяла добиться лучших, чем в среднем, результатов. Пока недостаточно данных, чтобы сделать вывод, продолжит ли «тактика ротации» приносить успех в будущем или это было спецификой периода 1997–2001 годов.

В конце ноября 2001 года в подобные «ротационные» фонды было инвестировано 173 млрд долл., что гораздо больше по сравнению с 1997 годом, когда сумма инвестиций была равна 92 млрд долл. Активы фондов, инвестирующих в специфические отрасли, составляли менее 100 млрд долл. в конце 1997 года и достигли максимума в 300 млрд долл. в августе 2000 года.

Мы провели собственное исследование ротации секторов и обнаружили, что есть негативная корреляция между результатами последовательных лет, по крайней мере для некоторых из секторов рынка. В период с 1987 по 1998 год индекс Nasdaq после года, в котором наблюдалось падение на 10%, в среднем вырастал на 25%. В 2000–2001 годах произошла практически полная смена лучших и худших секторов, входящих в индекс S&P 500. Два лучших и два худших сектора по итогам 2000 года в 2001 году поменялись местами, и корреляция рейтингов между двумя годами оказалась высокой и отрицательной:  $-0,8$ . Это соответствует предположению о том, что для покупки акций существует лишь «ограниченный запас энергии» (первый закон термодинамики), и одновременно второму закону термодинамики — закону энтропии, который постулирует, что потенциальная энергия спонтанно стремится высвободиться.

Закон энтропии, вариация 4:

Закон постоянно изменяющихся циклов

 Наш сотрудник, занимающийся торговлей опционами, Леонард Крейкас, сделал такие наблюдения по поводу закона энтропии, которые были опубликованы на сайте Spec List 3 января 2002 года:

Складывается впечатление, что именно тогда, когда сообществу инвесторов представляется, что оно нашло верный способ получить прибыль, система терпит крах в соответствии с законом энтропии. Большинство комментаторов связывают этот крах с какими-то случайными причинами, наподобие наводнения, которое случается раз в 100 лет. Сегодня все факторы указывают на то, что фондовый рынок должен выправиться в 2002 году, и это означает, что ставки уже сделаны. Я ожидаю, что произойдет какое-то случайное событие, которое толкнет рынок в абсолютно противоположном направлении, подобно тому, что происходит, если проколоть надутый воздушный шарик, — совершенно нельзя предсказать, куда он полетит. Мы знаем, что процесс идет очень быстро, случайным образом и при этом увеличивается энтропия. То же можно сказать и о рынках, когда они «теряют воздух». Энтропия и диверсификация могут рассматриваться как сходные явления. В конце 1990-х годов у публики была простомания приобретать акции. Было зарегистрировано рекордное количество владельцев акций. Это означало, что люди тогда не вкладывали свои деньги в облигации, сберегательные счета, золото и т.п. Они выбирали только один тип ценных бумаг — акции компаний, входящих в индекс Nasdaq. Последние два года показали последствия этого. Наверное, теперь инвесторы будут диверсифицировать свои портфели. Другими словами, энтропия вырастет. Управляющие взаимными фондами и брокеры продолжают рекомендовать инвестировать в акции, но растущая энтропия будет распределять деньги по всему спектру инвестиций. Возможно, из-за желаний инвесторов уменьшить риск возрастут инвестиции в евро, недвижимость и денежные фонды. Я не могу предсказать итоговое распределение. Однако, если деньги раздувают только один «воздушный шар», он неминуемо лопается, и мы видим яркую демонстрацию энтропии.

## Вывод

Два первых закона термодинамики — это не чаша Грааля. Они не могут полностью объяснить, как действует система и почему она не изменяется ни в мире физики, ни в финансовом мире. Они не принимают в расчет психическую энергию и энергию предпринимательства — ключевые элементы рынков. Они относятся только к закрытым системам. Они не могут моделировать все непредсказуемые пути, которыми потенциальная энергия может быть преобразована в кинетическую или тепловую. Есть одна сложная проблема при измерении потенциальной энергии рынка. Как сказал наш друг философ

из штата Теннеси Жак Тирни, который любит высказываться прямо: «Возможно, мир биологии и физики предсказуем, но мир, в котором существует Алан Гринспен и средства массовой информации, — нет».

Законы сохранения энергии и энтропии удивительно полезны для прогнозирования постоянно меняющегося мира. Ценность любой модели оценивается по ее способности давать прогнозы, которые поддаются проверке. Мы полагаем, что наш опыт использования законов термодинамики будет полезным, хотя он, конечно, не лишен недостатков и требует улучшения. Как всегда, знания приобретаются при помощи постоянных наблюдений, экспериментов и теоретических рассуждений. Применение законов физики в сфере инвестиций обладает огромным потенциалом.



## Глава 14

# Практические уроки торговли с теннисного корта

---

*Для того чтобы у меня выиграть, вам нужно победить меня в дебюте, миттельшпиле и эндшпиле.*

Александр Алехин,  
чемпион мира по шахматам  
в 1927–1935 и 1937–1946 годах

**П**ути к победе и поражению в спортивных играх и на финансовых рынках похожи. В обоих случаях основная цель — выиграть, используя имеющиеся ресурсы и преимущества, варьируя свои действия в отведенное для этого игровое время, до того момента, когда определяются победитель и проигравший.

Не случайно игры в спорте и на бирже так похожи. Игры были придуманы для того, чтобы имитировать такие ситуации в жизни, когда мы принимаем рискованные решения, спо-

собные принести победу в финансовом мире, в браке, в работе, образовании или спорте. Как отметил Пол Хайне в книге *The Economic Way of Thinking* (Экономический образ мышления), высказав мысль, которую мы хотели бы процитировать еще один раз: «Каждый, кто принимает решение, не обладая полной информацией о будущих последствиях различных возможностей, — это спекулянт. Поэтому каждый человек — это спекулянт».

В течение всей моей карьеры трейдера мой спортивный опыт в сквоше, теннисе и других видах спорта, в которые играют ракеткой, был для меня богатым источником идей. 10 лет я был чемпионом США по сквошу, выиграл несколько чемпионских титулов в пэдлбол\*, выиграл или вышел в финал нескольких чемпионатов штата по большому и настольному теннису. Стив «Хобо» Кили, неоднократный чемпион США по пэдлболу и ракетболу, назвал меня «лучшим универсальным мастером ракетки всех времен», конечно несколько преувеличив мои достижения. Я действительно несколько лет назад победил Марти Хогана, величайшего чемпиона по ракетболу, хотя у меня было травмировано бедро и двигался я с трудом. Правда, Марти немного поддался, но это «урок номер 1»: никогда нельзя поддаваться ни в спорте, ни на рынке.

В этой главе мы расскажем о том, чем могут помочь инвесторам опыт подготовки к игре и игры чемпионов.

## Перед игрой

Выберите место для игры

### На корте

Приятная особенность и спорта, и рынков заключается в том, что вы можете выбрать, где и когда играть. Если вы теннисист, вы можете отказаться играть на непредсказуемом травяном

---

\* Пэдлбол и ракетбол — игры с мячом и ракеткой, похожие на сквош. — Прим. пер.

корте, на котором Горан Иванишевич, который даже не входил в первую сотню «посеянных» игроков, сумел выиграть Уимблдон.

### На рынке

По данным научных исследований, рынок каждый год растет на 10%, однако он не застрахован от значительных случайных колебаний. Для тех, у кого есть достаточно резервов, чтобы ждать, стратегия «покупай и держи» — это хорошая победная стратегия. Большинство людей все равно не способны выбрать удачные моменты для покупки и продажи акций. Кроме того, эта стратегия позволяет существенно сократить налоги на прирост капитала — это вам скажет любой опытный трейдер.

Но иногда даже старый пес может научиться новому трюку. Если я что-то и понял за последние несколько лет, так это то, что возможности заработать на спадах цен, происходящих из-за каких-то событий, появляются все чаще, и, напротив, есть такие периоды, когда лучше вообще воздержаться от участия в «соревнованиях», которые происходят на рынке. Есть ряд индикаторов, которые помогают определить подобные опасные периоды:

- Увеличение соотношения акции/облигации (количество тридцатилетних казначейских облигаций, необходимых для того, чтобы приобрести фьючерсный контракт на акции индекса S&P 500 в данный момент).
- Падение индекса волатильности (неустойчивости цен) Чикагской биржи опционов ниже отметки 25.
- Максимальная за 20 последних дней цена фьючерсов на акции.

Определите приемлемый для вас уровень риска

### На корте

Все великие игроки скажут вам в один голос, что самая неприятная для них ситуация — это когда более слабый соперник



играет против них рискованно: контратакует, пытается достать «безнадежные» мячи, все время рискует, стремясь «положить» мяч точно на линию. Это единственная ситуация, в которой более сильный игрок может проиграть.

На одном из моих первых серьезных турниров я играл против Сэма Хоуи, который тогда был чемпионом США. В трех партиях, когда счет равнялся 14:14, он пытался заставить меня нервничать и выбрал сет «до первого пункта», хотя мог выбрать сет «до трех пунктов». В это время я совсем не боялся рисковать, понимая, что это мой шанс в игре с более сильным соперником, и выиграл все три партии со счетом 15:14. Сэм не понимал, что молодые игроки часто лучше, чем опытные, чувствуют себя в рискованных ситуациях. Опытные игроки опасаются, что если они не используют шанс, то игра затянется, тогда они могут устать и проиграть ее.

Арт Бисгайер, шахматный гроссмейстер, который завоевал все возможные шахматные титулы в США, рассказывал, как однажды он сделал резкий рискованный ход в партии против Тиграна Петросяна, который тогда был чемпионом мира, и Петросян сразу предложил ему ничью. Бисгайер, который полагал, что у Петросяна было преимущество, сразу согласился и потом спросил его, почему тот предложил ничью. Петросян сказал, что за игрой могли наблюдать его основные соперники Михаил Таль и Пауль Керес, которые прогуливались по игровому залу, сделав свои ходы. Он опасался, что, если не примет вызов Бисгайера, они могут посчитать его трусом, а если примет — то может проиграть. Поэтому он выбрал компромиссное решение. Это было правильно для чемпиона мира. Вывод такой: если у вас преимущество, то следует играть осторожно, а если преимущество у противника — рисковать.

### **На рынке**

В азартных играх преимущество всегда у «заведения», то есть у казино. Казино фондового рынка — это, например, маркет-мейкер Nasdaq, специалист на Нью-Йоркской фондовой

бирже или брокер. Вот почему спекулянту приходится охотиться за большими прибылями. Только «заведение» может позволить себе день ото дня удовлетворяться маленькими прибылями. Если вы получаете небольшие прибыли, они могут целиком уйти на оплату комиссионных и спреда — а это прямой путь к проигрышу. Это не значит, что я рекомендую вам идти на сумасшедший риск. Мой подход к риску основан на использовании статического анализа.



## Определите план игры

### На корте

Всегда готовьтесь перед игрой: когда она начнется, для этого уже не будет времени. Мне нравилось, когда мой соперник просил во время разминки несколько дополнительных минут, чтобы потренировать какой-то удар. Я сам всегда приходил на корт за два часа до игры. Все хорошие игроки, которых я знал, считали, что во время игры все происходит слишком быстро, чтобы можно было полагаться на импровизацию. Репетируйте и планируйте все возможные сценарии игры заранее и ожидайте, что ваш противник сделает то же самое.

### На рынке

Проведите всю исследовательскую работу за два часа до открытия торгов. Продумайте все возможные сценарии и повороты событий, которые могут произойти во время торгов. Приготовьтесь к мириадам ситуаций, которые могут возникнуть, если вдруг в ход событий вмешается правительство или какая-то корпорация вдруг сделает неожиданное заявление. Если такое произойдет, у вас будет очень мало времени, чтобы продумать ваши действия. Хотя вы всегда должны быть готовы к тому, что вам придется изменить свои планы из-за «вечно меняющихся циклов рынка»; если ваш план приносит результат, нужно его придерживаться.

## Будьте выносливы

### На корте

В спорте не много обстоятельств, которые вы можете полностью контролировать, но вот ваша собственная выносливость, безусловно, в ваших руках. После проигрыша матча особенно обидно, если это произошло из-за того, что вам не хватило сил. Пусть противник пытается обыграть вас... но не помогайте ему в этом сами.

### На рынке

Чем больше величина ваших активов по сравнению со средним размером вашей сделки на рынке, тем шире у вас возможности с выгодой использовать ситуации, в которых, как показывает анализ, у вас есть преимущество.

## Позаботьтесь о запасном инвентаре

### На корте

В любом случае, если у вас нет хорошего инвентаря, вы наверняка проиграете. Теннисисты-профессионалы приносят на игры шесть одинаковых ракеток, у которых абсолютно одинаковая сила натяжения струн. У ракеток есть особенность ломаться, у струн — рваться, и, если это происходит, вы можете проиграть, взяв в руки непривычную ракетку.

Одна из моих самых важных побед в сквоше была одержана над Майком Десолньером во время Открытого чемпионата Канады в 1975 году в Торонто. После игры я разговорился с мамой Майка:

**Вик:** Миссис Десолньер, ваш сын сегодня играл очень хорошо. Всего одно очко решило исход матча.

**Миссис Д.:** Я очень горжусь им. Я думаю, он играл очень хорошо, учитывая, что вчера он потерял все свои ракетки и сегодня ему пришлось играть ракетками, которые он одолжил.

**Вик:** В этом случае, миссис Десолньер, можно считать, что ваш сын выиграл.

### **На рынке**

Сколько знакомых трейдеров рассказывают вам, что они потеряли целое состояние из-за того, что не могли вовремя подключиться к Интернету, или не могли дозвониться до своего брокера, или, того хуже, были заняты и поэтому было невежливо прерывать это занятие, чтобы ответить на телефонный звонок!

### **Во время игры**

Итак, вы выбрали, где играть, определили, стоит ли рисковать, у вас есть план для любого развития событий, у вас есть достаточно резервов и выносливости, чтобы выиграть весь матч, у вас есть инвентарь и даже запасной план. Теперь настало время играть, и, по моему мнению, от первого удара зависят девять десятых успеха.

### **Выиграйте первое очко**

#### **На корте**

Игроки в сквош обычно берегут лучшие, самые мощные подачи для последних очков в игре. Моей тактикой было как раз начинать с мощных подач, чтобы захватить лидерство, так чтобы противник уже не мог меня догнать. Таким образом, можно поколебать уверенность противника и заставить его рисковать, чтобы попытаться выровнять игру.

#### **На рынке**

Для того чтобы уменьшить вероятность быстрых потерь, начните с использования лимитных приказов. Например, можно отдать приказ на покупку по цене, которая на 5% ниже текущей рыночной. У меня была привычка давать приказ покупать и продавать по ценам на 1/8 ниже и выше какого-то круглого

числа — проверенный метод получения прибыли в 1960-е годы, когда я писал статью на эту тему вместе с М.Ф.М. Осборном — признанным авторитетом в этом вопросе. Однако сегодняшние сверхбыстрые внутридневные трейдеры сказали мне, что это уже наивная и устаревшая стратегия и они легко «переиграют» меня или любого другого представителя «старой школы», которые следуют подобным правилам.

## Создайте прочную базу

### На корте

При прочих равных условиях лучшая позиция в любой игре — это центр корта.

Находясь в центре корта, вы будете на оптимальной дистанции до любой его точки, куда бы ни ударил противник. Я не отличаюсь особой грацией, и, когда кто-то видит меня в игре первый раз, я всегда слышу заданный вполголоса вопрос: «И это тот самый Нидерхоффер?» Но после игры говорят уже другое: «И он даже не вспотел?!»

### На рынке

Займите такую финансовую позицию, которая позволит вам легко маневрировать и использовать удачные возможности. Берите пример с шахматного гроссмейстера Бобби Фишера, любимой поговоркой которого было: «Я всегда избегаю позиции, в которой у меня нет полного контроля над всеми моими фигурами». Эффективно контролировать можно 10–15 разных акций, и этого достаточно для получения всех преимуществ, которые может дать диверсификация. Это не отменяет выгоды инвестиций в индексные фонды, так как в этом случае низкий уровень затрат, диверсификация и постепенный рост рынка в долговременной перспективе будут работать на вас.

## Не создавайте кризисы

### На корте

Если у вас преимущество — не рискуйте. Не вынуждайте вашего противника выполнять отличные удары. Если вы загоните его в угол, он может усилить свою игру и выиграть с помощью какого-нибудь блестящего удара. Например, если я играю укороченным ударом на сетку, мой противник может «достать» его и нанести такой сильный ответный удар, который я не смогу отразить. То же относится и к игре в покер. Если вы более сильный игрок, худшая для вас ситуация — это такой расклад, когда при примерно равных картах у вас есть небольшое преимущество. В этом случае противник может взять в прикупе хорошую карту и выиграть.

### На рынке

Никогда не вкладывайте все ваши средства в одну сделку, какой бы удачной она ни казалась. Неудача в этом случае может вас разорить, в то же время, если вы просто удерживаете длинную позицию, рано или поздно цена вырастет, и вы сможете выработать свой собственный метод или воспользоваться одним из предложенных нами. Как только у вас появится преимущество, удерживайте его, и вы будете получать стабильные прибыли.

Рим строился не за один день

### На корте

Набирайте очко за очком. Не пытайтесь выиграть одним ударом: игры задуманы так, что это практически невозможно, к тому же это слишком рискованно. Ломайте игру вашего противника шаг за шагом. Сначала попробуйте удары открытой стороной ракетки, затем — закрытой, потом поиграйте на сетку. В конце концов вы найдете слабое место, и ваши шансы на победу возрастут.

### На рынке

Если у мышки только одна норка, она быстро попадетсЯ. Никогда не рискуйте слишком большой долей ваших ресурсов в одной сделке. Прибыли от акций достаточно высоки, как и прибыли от инвестиций во взаимные фонды. Не забывайте и рынок облигаций.

### Играйте с «полулета»

#### На корте

Лучший момент для удара в теннисе — это тот момент, когда мяч только отскочил от покрытия корта. Такой удар называют ударом «с полулета». Этот прием работает, потому что позволяет в максимальной степени использовать инерцию отскока мяча. В этом случае вашему противнику трудно предугадать ваш следующий ход, и у него мало времени для ответа. Мой соперник в сквоше, Шариф Хан, чаще побеждал меня, чем я его, потому что он отлично владел этим ударом, хотя и допускал раз в пять больше ошибок. Рене Лакост, отличный тактик и в теннисе, и в бизнесе, писал, что, если ему удавалось проводить почти каждый удар «с полулета», его игра усиливалась на 40%. Сегодня такие удары во многом объясняют успехи Андре Агасси.

#### На рынке

После большого дневного падения приходите на следующий день и выбирайте акции для покупки. Когда рынок начнет подниматься, для этого уже не будет времени. Тест, который мы провели в декабре 2001 года, показал, что в 30 последних случаях, когда фондовый рынок падал за день на 2% и более, на следующей день он поднимался на 0,5% по сравнению с ценой открытия при среднем стандартном отклонении в 0,25%. Но не забывайте о вечно меняющихся циклах. Мы настойчиво советуем вам проверить все закономерности, рекомендованные в этой книге, перед тем как вы станете их использовать.



## Идите вперед

### На корте

Самый редко используемый прием в играх с ракеткой — это выход к сетке. У сетки вы можете бить по мячу под более крутым углом и заставлять своего противника быстрее и дальше бежать, чтобы нанести ответный удар. Очень многие игроки тратят 99% своего времени, совершенствуя игру с отскока на задней линии, и всего 1% времени тренируют игру у сетки. На самом деле самый простой способ для игрока среднего уровня улучшить свою игру — это как раз усилить игру на сетке. Это можно сделать относительно быстро, а результат будет очень существенным.

### На рынке

Приучайте себя мгновенно реагировать на открывающиеся возможности. Это даст вам наилучшие шансы быстро получить прибыль. Но не следуйте слепо за толпой, которая бросается на рынок, услышав или прочитав о нем очередные новости: крупные инвесторы, специалисты и «хищники-спекулянты» все равно опередят вас в этой ситуации.

## Атакуйте и справа, и слева

### На корте

Создавайте давление на обеих сторонах корта. Хорошие игроки часто атакуют то с одной, то с другой стороны. Вынуждая вашего противника защищаться и справа, и слева, вы готовите победный удар.

### На рынке

Начальный подъем часто сменяется спадом, а потом следует еще один финальный подъем. В период с 1994 по 2001 год было 193 случая, когда индекс фьючерсов S&P 500 поднимался с открытия биржи до 11 часов утра, а затем снижался с 11 утра до часу дня. При этом среднее ожидаемое изменение цен после



часу дня было +0,2%, со стандартным отклонением в 0,1% и ожидаемой вероятностью подъема в 0,530.

Не забывайте о вечно меняющихся циклах

### **На корте**

В перерыве игры ваш противник скорректирует свою тактику, учитывая особенности вашей игры. В теннисе, если вы оставались после своей подачи на задней линии, он будет ожидать, что вы продолжите делать то же самое. Приготовьте ему сюрприз и начните выходить к сетке. Но не поступайте так в середине игры, если вы выигрываете. Том Уизвел, многократный чемпион по шашкам, как-то сказал: «Мудрый игрок увидит знаки на стене еще до того, как они там появятся».

### **На рынке**

Если следование тренду некоторое время приводит к удаче, будьте готовы к обратной тенденции. После того как удалось заработать мне и другим сторонникам теории «обратного хода» рынка, приготовьтесь к появлению длинного и устойчивого тренда.



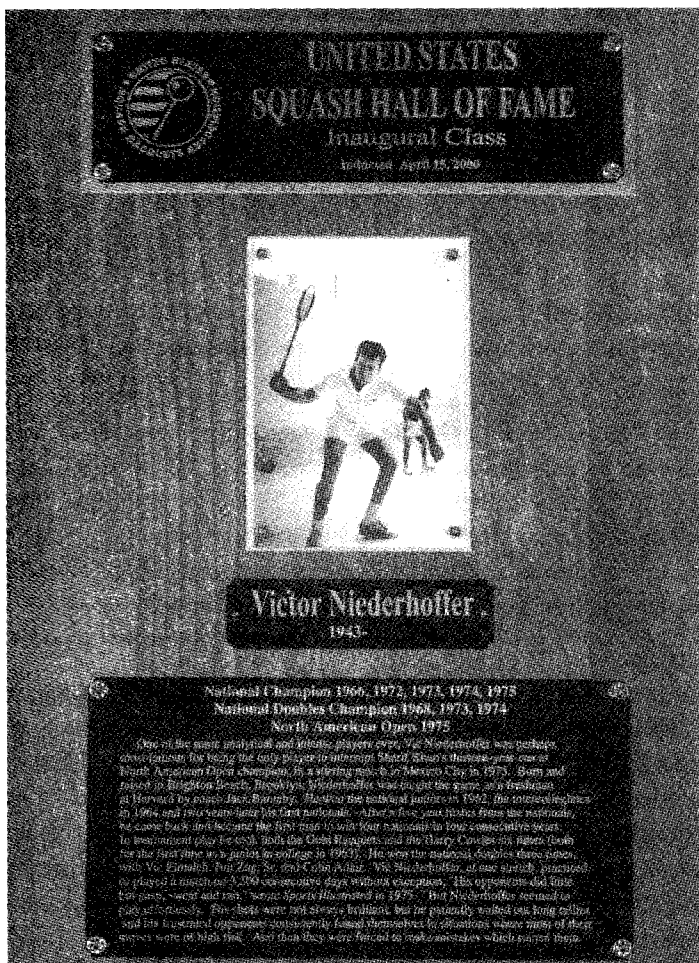
Увеличивайте темп

### **На корте**

В начале игры, когда ваш соперник еще не размялся, медленные укороченные удары часто эффективны. В конце игры, однако, ваш соперник будет двигаться значительно проворнее, и ваши удары должны быть сильнее и быстрее, чем в ее начале.

### **На рынке**

Изменение тактики хорошо работает в начале месяца или года, но в конце месяца или года нужно быть осторожным. С конца 1989 до 2000 года подъем фьючерсов S&P 500 за первые 11 месяцев года обычно сопровождался декабрьским измене-



**«Его удары не всегда были блестящими, но он раз за разом выигрывал долгие розыгрыши...»**

Надпись на табличке: Зал славы игроков в сквош США  
Виктор Нидерхоффер  
1943 –

Чемпион США в одиночном разряде 1966, 1972, 1973, 1974, 1975

Чемпион США в парном разряде 1968, 1973, 1974

Чемпион Открытого первенства Северной Америки, 1975

нием на 4%. Если же за первые 11 месяцев отмечалось снижение, то среднее изменение в декабре составляло 2%. Однако в начале года цены акций различных отраслевых групп обычно движутся в обратном направлении, так как профессионалы рынка меняют состав своих портфелей, пытаясь использовать все выгодные ситуации, созданные ценовыми движениями предыдущего года.

## Конец игры

### На корте

Когда, играя в сквош, я вел в счете, я любил представлять себе, что на самом деле я проигрываю то количество очков, которого мне не хватало до победы. В конце игры я всегда удваивал свои усилия и никогда не использовал медленные удары. Противник в этот момент находится в ситуации, когда ему некуда отступить, и стоит замедлить темп, как он немедленно этим воспользуется.

### En garde

Джэйми Мелчер, в прошлом фехтовальщик, участвовавший в Олимпийских играх, сказал, что особенно осторожным стал именно в концовке боев, после того как проиграл несколько поединков в концовках в начале своей карьеры. Приобретая опыт, он решил: «В концовке я буду заботиться прежде всего о защите, чтобы не проиграть ни одного укола, а не стараться быстро закончить бой. Это изменение тактики позволило мне почти всегда выигрывать в концовках».

### На рынке

Идея, которая позволяет объединить эти, на первый взгляд, противоречивые советы, такова: если вы лидируете, избегайте неоправданного риска. Это созвучно с идеей не пытаться, если на рынке сложилась удачная ситуация, выжать больше прибыли, чем это возможно. Очень мудрое старое правило гласит: «Никогда нельзя недооценивать своего противника». Рынок — это

один из самых сложных противников. Во всяком случае, для нас.

Лорел и я последовали этому совету в 2001 году, получив прибыль от ряда краткосрочных (от одного до трех месяцев) инвестиций. Мы купили акции группы суперпопулярных в то время интернет-компаний в конце декабря 2000 года и продали их через месяц, удвоив свои инвестиции. Перед летним падением рынка в 2001 году мы продали несколько групп акций, которые в начале года рекомендовали покупать. В ноябре 2001 года мы продали портфель акций, которые стоили менее 5 долл. за штуку и имели высокий рейтинг Value Line, получив при этом 20%-ную прибыль. В начале декабря 2001 года мы получили 21%-ную прибыль, продав портфель акций биотехнологических компаний, которые мы рекомендовали 25 октября 2001 года читателям наших обзоров, узнав, что они скупаются инсайдерами этих компаний.

Возможно, у тактики получения быстрых прибылей и ухода с рынка есть недостатки. Мы уже говорили о том, что большинству людей очень трудно принимать решения о правильном моменте покупки и продажи. Если ученые правы и рынок растет на 10% в год на фоне сильных случайных колебаний, то вы должны постоянно держать длинную позицию по акциям, иначе вы этой прибыли не получите. Однако всегда хорошо подстраховаться, пока вы ждете очередного шанса «обыграть» рынок. Как любил говорить мой шахматный наставник Арт Бисгайер: «Покончите с ними до того, как они покончат с вами». Вот поэтому мы и были удовлетворены 20%-ными прибылями, полученными от краткосрочных операций, что бы там ни говорили «академики».

# Глава 15

## Искусство переговоров для достижения преимущества

---

*Рукопожатия сменяются криками, крики — оскорблениями, оскорбления — бесстыдными выходками и новыми оскорблениями, криками, рукопожатиями, пока не завершён бизнес.*

Джозеф де ла Вега. Confusion de Confusiones  
(описание биржи Амстердама в 1688 году)\*

### Трейдеры!

- Не появилась ли у вас неприятная привычка продавать по самым низким ценам за день, а покупать по самым высоким?
- Бывает ли так, что вы жалеете об очень многих ваших сделках сразу же после их заключения?

---

\* Charles MacKay and Joseph De La Vega. Extraordinary Popular Delusions and the Madness of Crowds and Confusion de Confusiones. — New York: Wiley, 1995.

- Вас удивляет, почему средняя цена, которую вы платите, всегда выше, чем средняя цена для данного дня, а цена, по которой вы продаете, — всегда ниже?
- У вас складывается впечатление, что как раз те сделки, в которых вы были особенно уверены и в которые вложили больше всего средств, оказываются полной катастрофой?
- Бывает ли так, что в конце дня или недели вы всплескиваете руками и с отвращением кричите: «Черт бы побрал моего брокера!»?

Если вы ответили «да» на два или более из приведенных выше вопросов, пожалуйста, продолжайте читать дальше. Вы — кандидат на поступление в Школу переговоров Кеннерхоффера.

Почти все, что происходит в нашей жизни, — это переговоры. Все начинается, когда один человек вызывает интерес у другого. Они встречаются, и начинается процесс сближения позиций.

Самое важное в переговорах — создать у вашего партнера ощущение, что он в них заинтересован больше, чем вы. Наилучшей иллюстрацией может служить трюк, который применяли спекулянты, торговавшие акциями в XIX веке, подобные Джею Гулду. Они тихо накапливали акции, а потом организовывали «утечки» информации в прессу. В итоге эти ловкие манипуляторы продавали акции, когда цена была максимальной, а обманутая публика оставалась с акциями, которые быстро падали в цене. Сегодня информация выбрасывается на рынок по электронным каналам, трейдеры спешат открыть позиции и, в конце концов, сходятся в какой-то точке, достигнув согласия.



Для того чтобы глубже разобраться в специфике переговоров, директора Школы переговоров Кеннерхоффера отправились с визитом в Филадельфию в школу бизнеса Wharton, чтобы встретиться с профессором Ричардом Шеллом, директо-

ром «Программы переговоров для топ-менеджеров». Шелл рассказал о типичных ошибках, которые люди делают во время переговоров:

- Они больше говорят, чем слушают.
- Они плохо представляют себе свои цели.
- Они больше заботятся об уменьшении риска, чем о расширении возможностей.
- Они предполагают, что переговоры по своей сути аморальны и связаны с обманом.

Он советует:

- Всегда уважительно запрашивайте более выгодную для вас цену.
- Тренируйтесь вести переговоры в вашей повседневной жизни.
- Изучите скрытые закономерности процесса переговоров, чтобы вы могли преодолеть карикатурное представление о переговорах и в полной мере использовать в них свой интеллект.

«На практике, — сказал он, — первая ошибка — это сразу назвать свою цену. Вторая — сразу сказать “да”». Для того чтобы пояснить это, Шелл рассказал о бизнесмене, который был похищен в Мексике.

Похитители потребовали от его семьи выкуп в один миллион долларов. Семья согласилась заплатить. Деньги были переданы, бизнесмена освободили, но его немедленно похитили снова, потребовав еще миллион выкупа. На этот раз семья воспользовалась услугами специалиста по переговорам, который предложил похитителям 25 000 долл. В конце концов обе стороны сошлись на 250 000 долл., и бизнесмен был освобожден.

«Люди часто настроены на то, чтобы поторговаться. Если это так, а вторая сторона сразу соглашается, тот, кто первым назвал свою цену, может почувствовать разочарование, — сказал Шелл. — Когда удастся хорошенько поторговаться, люди

могут испытывать удовлетворение, даже если заключили невыгодную сделку, и, напротив, даже выгодная сделка может разочаровать, если хорошего торгова не получилось».

Когда другая сторона опасается, что ее положение ухудшится, если сделка сорвется, это значит, что у вас есть преимущество. Это относится не только к возможности материальных потерь. Опасения вашего оппонента потерять самоуважение или репутацию могут быть для вас не менее значимым преимуществом. Спекулянту, работающему на фондовом рынке, нужно помнить, что изменения цены акций должны показать потенциальным покупателям их привлекательность и ограниченность предложения.

На следующий день после краха рынка в октябре 1987 года покойный отец Шелла, генерал в отставке Корпуса морской пехоты США, работавший тогда руководителем военного института в штате Вирджиния, пришел домой с работы и позвонил своему брокеру. Он обдумал панические продажи акций, происходившие в то время, и пришел к выводу, что ситуация не так серьезна, как другие кризисы, которые ему довелось пережить во время войны и депрессии. Его стратегия «покупать и держать» акции была вознаграждена, и он получил большие прибыли, когда рынок сначала восстановился, а потом и поднялся на новый, более высокий уровень цен.

Профессор Шелл, признавая, что он не специалист по переговорам, связанным с продажей акций, считает ключевым для успешных спекуляций на фондовом рынке «поставить четкие цели и придерживаться их, определить для себя пределы и понимать рынок, а также бесстрашно следовать принятым решениям, когда другие колеблются». Он добавляет, что еще важно «не давать вашей супруге ограничивать денежные средства, которыми вы можете воспользоваться». Он поторопился добавить по поводу своего последнего совета, что он — исключение, потому что в его случае именно жена разбирается в инвестициях, она журналист и в прошлом главный редактор журнала *Inc.*



Во время переговоров Шеллу часто приходилось наблюдать феномен «пренебрежения к убыткам», проявляющийся в том, что инвесторы не хотят продавать убыточные ценные бумаги, потому что не желают признать свое поражение. Этот феномен может проиллюстрировать аукцион по продаже пятидолларового векселя. На аукционе группа людей может приобрести вексель номинальной стоимостью 5 долл. Торги можно начинать с 10 центов. Когда цена доходит до 4,99 долл. или до 5 долл., большинство участников теряют интерес к векселю. Как правило, продолжают торговаться только два претендента, и обычная цена покупки в этом случае — 12 долл. «Оба последних участника готовы зайти гораздо дальше, чем подсказывает здравый смысл, поскольку они не хотят признавать поражение».

Теперь можно перейти к первому уроку в Школе переговоров Кеннерхоффера.

## **Следите за своими расходами**

Бывший партнер Вика Стив Виздом применял такой прием, когда покупал машину. «Способ переиграть автомобильных дилеров, который я усвоил много лет назад, — это прийти к ним одетым так, будто вы нуждаетесь, потом фанатично сбивать цену, притворяясь при этом, что вы не интересуетесь финансовыми тонкостями и не понимаете их. Дилеры готовы продать вам этот автомобиль по низкой цене, но рассчитывают получить прибыль за счет повышенной ставки кредита на покупку машины. Они называют это «поставить клиента на счетчик». А вы на следующий день приходите в своей нормальной одежде, вынимаете чековую книжку и полностью оплачиваете покупку».

Метод Стива можно непосредственно применять на финансовом рынке. Похожую тактику успешно использовал Джордж Сорос, который всем, кто был готов слушать, рассказывал, что в жизни не заключил на рынке ни одной удачной сделки. Когда Вик торговал для него, Сорос каждый день жаловался на совершенные им ошибки. В конце каждого года, во время их

традиционного матча по теннису, Вик обычно спрашивал: «И насколько плох был этот год?» Сорос в ответ скромно улыбался и бормотал что-то вроде: «Ну, мы поднялись на 87%».

Честно говоря, и у Вика не было ни одного удовлетворительного дня торгов на рынке. Если Вику удастся заработать в какой-то день, этого недостаточно, нужно было играть активнее. Если он теряет деньги, это еще ужаснее, чем кажется на первый взгляд, потому что Вику нужно растить шестерых детей.

Вывод такой: всегда рассказывайте партнерам о ваших неудачных сделках. Может быть, в следующий раз они предложат вам более удачные условия, просто для того, чтобы вы не выходили из игры. Еще лучше в этом случае, если они считают вас достаточно состоятельным: им трудно будет противостоят такому типичному для людей искушению «освободить вас от некоторых денежных излишков», как говорили в XIX веке.

Кто-то однажды спросил Пола Гетти, который в 1960-е годы был самым богатым человеком в мире, почему он установил платный телефон в своем лондонском доме. Он ответил, что бизнесмен зарабатывает всего несколько центов прибыли из каждого доллара своей выручки, так как он платит поставщикам, сотрудникам и кредиторам, а также платит налоги. Если у него появится привычка платить на десять центов больше, чем это возможно, за каждый товар или услугу, то он быстро потеряет свой бизнес. Причем пострадает не только он — несколько сот тысяч работников и поставщиков также могут потерять свою работу. Как и большинству людей, Гетти было трудно вести себя в личной жизни иначе, чем он поступал в бизнесе. Поэтому он вел свою личную жизнь, как бизнес, и никогда не платил ничего лишнего.

Самые богатые люди наших дней — Баффетт, Гейтс, Сорос — похоже, поступают так же. Если они считают, что им полезно экономить, это, возможно, хорошо для всех нас.

Вероятно, самая большая ошибка, которую люди допускают в биржевой игре, — это то, что они переплачивают лишние 10 или 25 центов из каждого доллара своих доходов. Время от времени среди менеджеров, работающих на Вика, появляется такой, который теряет 100% капитала. Сделки таких менеджеров неизменно очень прибыльны — до того, как уплачены комиссионные и спреды между ценой покупки и продажи. Что происходит? Рынок и их собственный стиль ведения финансовых дел переигрывают их и оставляют «в дураках». Они зарабатывают доллар, но издержки при этом составляют доллар десять центов. Если они совершают сделки достаточно часто, то к концу года сумма издержек может оказаться очень большой. К несчастью, у большинства людей так и случается.

Вик много лет был активным трейдером. За это время, по его оценкам, он совершил около полумиллиона покупок и продаж и никогда не покупал и не продавал по средним рыночным ценам. Он всегда покупал по ценам на несколько «тиков» ниже текущей рыночной цены и продавал по ценам на несколько «тиков» выше. Испробуйте эту тактику, особенно на электронных рынках, и вы увидите, что почувствуете себя лучше.

## **Выбирайте время и место**

Вы добьетесь более выгодной цены, если автомобильный дилер стремится выполнить месячный план по продажам или выиграть приз и поэтому особенно заинтересован в том, чтобы продать вам автомобиль. Один из самых успешных биржевых спекулянтов нашего поколения, «сам мистер П», мнение которого очень часто приводится в обзорах нашего редактора Джона Маркмана, любезно согласился поделиться с нашими читателями методикой покупки роскошных «Ягуаров» по дешевке. В день накануне Рождества он ждет до 5 часов вечера и только тогда идет в демонстрационный зал и спрашивает дилера:

- Вы, наверное, очень устали сегодня. (Начать расспросы — это основное в данном приеме.)
- Нет, на самом деле вы сегодня мой первый покупатель. (Вот дилер и попался.)
- Сколько вы хотите за эту серебристую модель?
- Сорок пять тысяч.
- Боже мой, я боюсь, что тридцать пять — это все, что я могу себе позволить. До свидания. (Идет к выходу.)
- Подождите минутку. Я не продал сегодня ни одной машины. Она — ваша.
- Отлично. Мне нужны ключи от нее немедленно. Это как раз та модель, которая понравилась моей жене, и я хочу сделать ей сегодня сюрприз.
- Если бы дилер знал об этом заранее, мистер П, конечно, заплатил бы полную цену.

Похожие возможности часто появляются и на рынках. Например, цена на облигации имеет тенденцию подниматься в конце месяца и в те дни, когда истекают фьючерсные контракты. После того как все быки покинули рынок, в конце дня часто возникает возможность обеспечить ликвидность для медведей.

Наши примеры иллюстрируют два фундаментальных закона торговли, которые выявили ученые. Если и у покупателя, и у продавца есть возможности для маневра, кто из них заключит сделку на более выгодных условиях?

Тот, кто окажется более терпеливым и будет готов пойти на риск полной отмены сделки. Контролируя свои издержки и дожидаясь ключевого момента, вы заставляете другую сторону терять терпение и получаете преимущество. Преуменьшая свои успехи, вы показываете, что знаете о своей уязвимости, и демонстрируете готовность отказаться от сделки. Эти принципы подробно обсуждаются в статье Теодора С. Бергстрема *Economics in a Family Way* (Экономика семейным способом)\*, которая бу-

---

\* Theodore C. Bergstrom. *Economics in a Family Way*//Journal of Economic Literature (forthcoming).

дет опубликована в журнале *Journal of Economic Literature* (Журнал экономической литературы). А сейчас эту статью можно найти при помощи поисковой системы google.com. Кроме того, данный вопрос освещен в таких книгах, как *Bargaining Theory with Applications* (Теория переговоров и ее применение)\* Абхиная Муту и *The Strategy of Conflict* (Стратегия конфликта)\*\* Томаса С. Шелинга.

Когда мы пишем наши колонки-обозрения, редакторы всегда хотят, чтобы мы советовали читателям, какие акции покупать прямо сейчас. Как показывает первый урок, это ошибка. Мы часто ощущаем себя в роли короля викингов Канута, правившего 1000 лет тому назад, чьи придворные потребовали от него воспользоваться всем его королевским могуществом, чтобы исправить последствия плохого урожая. Канут возражал им, пытаясь убедить, что завоевание Англии еще не делает его всемогущим, но придворные даже слушать не хотели. Тогда он приказал принести свой трон на берег моря, сел на него и приказал прибою остановиться. Когда волны стали перекатываться через его ступни, придворные, вероятно, все поняли.

Даже в те дни, когда мы можем сравниться с Канутом по мудрости и решительности, наши редакторы все же требуют, чтобы мы «улучшили урожай». Поэтому мы приводим практический пример применения принципов ведения переговоров, используя ситуацию с IBM. Мы выбрали именно эту компанию, потому что с ее акциями работает много конкурирующих друг с другом маркет-мейкеров, в результате чего для инвестора складывается приятная ситуация, когда спрэд между ценами продажи и покупки оказывается очень узким — буквально 1-2 цента. Возможность продать и купить всего за 0,01% позволяет уменьшить чрезмерные затраты на заключение сделок, являющиеся предвестниками проблем, о чем мы говорили выше.

---

\* Abhinay Muthoo. *Bargaining Theory with Applications*. — Cambridge, England: Cambridge University Press, 1999.

\*\* Thomas C. Schelling, *The Strategy of Conflict*. — Cambridge, MA: Harvard University Press, 1980.

Что случается, если вы покупаете акции IBM в конце дня, когда их цена упала на 3%, и держите их у себя два дня? Это происходит довольно редко, но за последнее десятилетие таких ситуаций было достаточно много, чтобы получить выборку, приемлемую и с практической, и со статистической точек зрения.

В реальности 3%-ный спад акций IBM происходит чуть более часто, чем раз в месяц. В табл. 15.1 показаны средние ожидаемые изменения цен через два дня после такого падения и количество таких возможных сделок в течение года.

Приведенные результаты показывают, что вы заработаете 0,6% после 3%-ного падения цены и 1,6% после 5%-ного падения. Вы будете терпеть убытки примерно в каждом третьем случае. Этот результат статистически значим: шансы на его случайность равны 1:500.

Если вы за два дня заработаете 0,6% на свои инвестиции, вы еще не станете Полом Гетти, но это неплохое начало. Через некоторое время подобные сделки смогут принести вам хорошие деньги — по крайней мере, достаточные, чтобы заплатить за ваш первый урок в Школе переговоров Кеннерхоффера, тем более что это бесплатный урок.

Мы показали, как нужно отслеживать ваши затраты и правильно выбирать время. Такие сделки помогут вам заработать себе по крайней мере на хлеб.

## Сохраняйте скорбное выражение лица

*На вопрос о том, как у него дела, Бетховен часто отвечал: «Как у бедного музыканта».*

Норманн Лебрехт, *The Book of Musical Anecdotes* (Книга анекдотов о музыкантах)

У друга и наставника Вика, Стива «Хобо» Кили, был прием, который работал в любой ситуации. Когда он покупал какой-нибудь товар, то всегда делал страдальческую мину и, по-

**Таблица 15.1. Средняя прибыль сделок после большого дневного падения акций IBM**

Сделки с акциями IBM	После падения на 3%	После падения на 5%
Изменение в процентах через два дня	0,6%	1,6%
Примерная периодичность	Раз в месяц	Раз в квартал

Источник: Niederhoffer Investments

смотрев продавцу в глаза, говорил, тяжело вздохнув: «Послушайте, мы ведь оба верим в Господа. Сколько вы хотите заработать на этой сделке?» Или: «Сколько вы сами заплатили за этот товар?»

Здесь важно помнить, что вам не нужно соглашаться с первой ценой, которую вам назвали.

Дункан Коукер, инвестор и наш друг, имеет возможность торговаться с настоящими экспертами — деловыми людьми из стран третьего мира. Он говорит, что основная проблема для него — назвать достаточно низкую начальную цену.

«Мне часто кажется, что продавец оскорбится, если я назovu слишком низкую цену, но это не так, — рассказывает Коукер. — Однажды, когда я выбирал ковер в Турции, я назвал начальную цену, которая была в два раза ниже цены, которую я был готов заплатить. После многих чашек мятного чая мы сторговались где-то посередине. Позже один мой турецкий приятель сказал мне, что правильной начальной ценой была сумма в десять раз ниже, чем я назвал».

Не беспокойтесь о том, что вы можете обидеть торговца на восточном базаре или маркет-мейкера на «базаре», где продаются акции. В конце концов, даже сделка по цене ниже средней может быть выгодной для продавца, если у него есть излишки товара, как отметил экономист Грегори Манкив в книге *Principles of Microeconomics* (Принципы микроэкономики).

## Информация ценна

История Коукера еще раз подтверждает, что не у всех и не всегда есть информация, необходимая для принятия решения.

Информация — это дефицит, и чтобы ее приобрести, необходимы затраты: или прямые, чтобы оплатить услуги консультанта по инвестициям, или косвенные, если вы, например, тратите время на чтение книг, подобной этой, или решите узнать цену интересующей вас модели автомобиля еще у нескольких дилеров.

Переговорам уделял серьезное внимание Джордж Стиглер, который получил Нобелевскую премию по экономике в 1982 году за статью на эту тему, опубликованную им в 1961 году\*. Вкратце суть революционной теории Стиглера состоит в том, что потребитель будет получать дополнительную информацию до тех пор, пока ожидаемая дополнительная прибыль от этой информации не окажется равной (или меньшей) затратам на ее поиск. Допустим, визит к автомобильному дилеру обходится вам, принимая во внимание потраченное время и транспортные расходы, в 100 долл. Анализируйте дополнительные скидки, которые вы можете получить после визита к каждому новому дилеру. Если средняя скидка, полученная во время двух последних визитов, оказывается меньше 100 долл., пора прекращать поиски. Стиглер также предложил формулу, с помощью которой можно оценить ожидаемую минимальную и максимальную цену. Эта формула основана на предположении, что цены будут соответствовать распределению частоты выпадения единиц (минимум) и шестерок (максимум), когда бросается одна игральная кость.

Статья Стиглера вызвала взрыв интереса к роли информации в экономике, который не стихает уже два десятилетия. В 2001 году теория асимметричной информации принесла Нобелевскую премию трем экономистам. Она также принесла

\* George J. Stigler. The Economics of Information// Journal of Political Economy, vol. 69, no. 3 (1961): 213–225.



нам 20%-ную прибыль после продажи группы акций биотехнологических компаний, которые мы приобрели, получив информацию, что их покупают сами менеджеры и директора этих корпораций. Мы решили, что эти люди обладают внутренней информацией, которая перевешивает плохие шансы на получение разрешения на выпуск новых лекарств от FDA (Управление по контролю за качеством продуктов и лекарственных средств).

Так случилось, что сын Джорджа Стиглера — Стивен М. Стиглер — наш хороший друг и консультант. Мы решили, что будет уместно спросить его о том, помогли ли ему на практике какие-то приемы ведения переговоров и торговли, которые исследовал его отец. Он написал нам, что использовал один такой прием, когда недавно покупал новый автомобиль, захватив с собой жену, сына и дочь. «Мой сын торговался. Он был готов уйти, если бы они не сбросили цену. Моя жена и дочь выбирали модель и цвет. Моя роль была платить, но только после того, как мой сын мне кивнет. Продавец, менеджеры и другой персонал не могли понять, кому что продавать. Мы купили автомобиль, но, когда мы уходили, они все еще ворчали».

## **Секс мешает переговорам**

Один из трейдеров Вика, Патрик Бойл, раньше был владельцем отеля. Он рассказал, что никогда не говорил постояльцу, что у него есть больше одной свободной комнаты, даже если пустовала половина номеров. Первая цена, которую он называл, всегда была намного выше той, на какую, по его мнению, мог согласиться этот гость. «Иногда гость соглашался и на эту цену, но даже если нет, он был гораздо больше доволен, когда я называл более низкую цену, — рассказывал Бойл. — Часто бывало так, что из двух гостей, живших в совершенно одинаковых комнатах, один платил 40 долл., а другой — 400.

Самую серьезную ошибку, которые могли сделать гости, — это прийти в разгар сезона и сказать: «Пожалуйста, найдите для

меня комнату». Это автоматически поднимало для них цену еще на 75 долл. Есть только одна еще более серьезная ошибка: это когда молодой человек приходит в отель вместе со своей подружкой. Он никогда не захочет показаться прижимистым, торгуясь, и это всегда будет стоить ему лишних сто долларов».

Бойл также использовал привлекательность для людей круглых чисел, о которой хорошо знают трейдеры на фондовом рынке. «Часто люди, желающие снять номер, имеют какой-то ориентир, скажем 200 долл. за ночь. Если вы предлагаете цену немного выше этих круглых чисел, вы можете увеличить свои прибыли, потому что клиент скорее заплатит 210 долл., чем будет ночью колесить в поисках другого отеля».

Эти уроки: гибкая ценовая политика, негативные последствия нетерпения и внимательное отношение к числам — очень полезны для сделок с акциями.

«Очень важно, — заключает Бойл, — всегда быть дружелюбным. Никто не захочет снижать цену для человека, который ему не нравится».

Помните, что в свободном обществе совсем не стыдно сказать, насколько дешевле предложенной цены вы готовы купить.

# Глава 16

## Дружелюбный идиот во времена биотехнологической революции

*Способность изменять генетический код живых существ создает возможность беспрецедентной интеграции различных отраслей: фермы, госпиталя, фармацевтические предприятия, химические заводы, компьютерные и коммуникационные компании, энергетические компании и многие другие коммерческие предприятия будут включены в комплекс, который обещает стать самой крупной в мире отраслью.*

Хуан Энрике и Рэй А. Голдберг, Harvard Business Review (март-апрель 2000)

**К**ира, десятилетняя дочь Вика, говорит:  
— Папа, расскажи мне историю о великих героях и о том, что с ними происходит сегодня.  
— Отлично. В школе тебе рассказывали о великих подвигах героев греческих мифов: о том, как Персей отрубил голо-

ву Медузе-Горгоне, как Тесей убил Минотавра и как Ясон поплыл за Золотым руном. Ясону пришлось дьявольски поработать, чтобы заполучить его у царя Аэта.

— Это правда. Сначала он построил пятидесятивесельный корабль «Арго», потом обогнул Геркулесовы столбы вместе с остальными сорока девятью героями.

— Потом им пришлось справиться с наядами, гарпиями, Сциллой и Харибдой, огнедышащими быками, солдатами, которые выросли из зубов дракона, самим драконом, армией царя Аэта, бросившейся за ними в погоню, братом Медеи, сиренами, гигантами, которые бросали в них целые скалы. А потом сердце Ясона было разбито, когда, возвратившись, он узнал, что его мать и отец убиты.

— И что он за все это получил, папочка? Немного.

— Да. Ясон оказался бедным и бездомным, и однажды, когда он снова пришел посмотреть на «Арго»...

— Нос корабля обломился, упал ему на голову, и он умер. Слава богу, нам ничего такого не нужно делать сегодня. Если уж нам приходится совершить что-то героическое, нас награждают, а не убивают.

— Как раз наоборот. Есть одно дело, еще более трудное, чем поход Ясона за Золотым руном, — получить от правительства разрешение на выпуск нового лекарства для биотехнологической компании. Это очень печально, потому что сегодня биологи знают об эффективности молекул и их побочных эффектах больше, чем когда-либо раньше. Они ежегодно расходуют не менее 50 млрд на исследования и разработку новых лекарств и подали патентные заявки на 30 000 новинок. Если им удастся оформить патент, они должны доказать, что его изобретатели обладают достаточной квалификацией, изучить литературу и провести ряд предварительных исследований. Этот барьер ежегодно преодолевают 1500–2000 новых лекарств, и после этого они готовы для того, чтобы исследовать их на людях. На этой стадии они называются НИЛ — новые исследуемые лекарства.

— Это, похоже, очень тяжело — так же, как Ясону было добираться до Колхиды, — сказала Кира.

— Правильно. Но тут начинается то, что называют исследованиями первой фазы, второй фазы и третьей фазы, о которых мы так часто слышим.

— А сколько они стоят?

— В университете Tufts в Бостоне, где учился твой дантист, есть центр, который исследует это. По их оценкам, на то, чтобы одно лекарство было одобрено FDA (Управлением по контролю за качеством продуктов и лекарственных средств США), уходит в среднем 18 лет и 800 млн долл.

— Папочка, у меня вопрос. Раз каждый год у них есть 2000 НИЛ для тестирования, какая часть из них достигает результата?

— Отличный вопрос. Менее чем одно лекарство из ста. Около 15–20 в год. Не слишком большая цифра.

— А когда их, наконец, разрешают, Золотое руно оказывается очень ценным?

— О да. Это дает им 17 лет отсутствия конкуренции со стороны лекарств, имеющих тот же химический состав, и прекрасное чувство, что не нужно больше беспокоиться о том, что конкуренты отправятся в такое же «путешествие», поскольку для этого у них не будет ни времени, ни денег.

## **Я знаю этого чокнутого парня**

**Роджер Лонгмэн:** Вы мне не поверите, но я знаю этого парня. Это богатый трейдер из штата Коннектикут. Он учился в Гарварде, у него ученая степень по экономике, полученная в Чикагском университете, но при этом он думает, что нужно упразднить FDA.

**Большая «шишка» из фармацевтической компании:** Не может быть.

**Лонгмэн:** Да. Он везде об этом говорит. У него что-то наподобие группы энтузиастов. Собрания. Лозунги. Ну,

вы знаете: «FDA душит инновации»; «Большие фармацевтические компании душат маленькие»; «Каждый год задержки новых лекарств FDA стоят 100 000 потерянных жизней»; «FDA никогда бы не разрешила выпуск операционной системы Windows, если бы компьютерные программы также находились под ее юрисдикцией». И все в таком духе.

**Большая «шишка» из фармацевтической компании:** На таких людей просто никто не обращает внимания. Каждый знает, что FDA существует для того, чтобы защищать людей от «лекарств», после которых рождаются младенцы с лапами вместо рук.

**Лонгмэн:** Он общается с группой студентов из школ бизнеса по Интернету. Написал книгу об игре на бирже, которая стала культовой.

**Большая «шишка» из фармацевтической компании:** Ну, может быть, он убедит правительство Чили ликвидировать в этой стране управление по контролю над лекарствами. Но что скажут эти парни, когда там появятся «талидомидные» младенцы?

**Лонгмэн:** Он не смутился и сказал, что сегодня FDA и аспирин бы не разрешила, потому что он тоже может вызывать негативные последствия. И еще он сказал, что FDA запретила бы рекламу, утверждающую, что аспирин снижает риск сердечных заболеваний на 40%. Я не хочу об этом говорить, но дело в том, что людям нравится, что существуют такие, как он. Вы понимаете, о чем я говорю?

Несмотря на непримиримые разногласия по проблеме контроля над лекарствами, Роджер и Вик — хорошие друзья и очень нравятся друг другу. Где бы эти двое ни встретились, Вик берет друга за руку: «Роджер, давай поиграем в дружелюбных идиотов, — говорит он, слегка заискивая. — У тебя была возможность упомянуть обо мне, когда ты говорил с представителями крупных фармацевтических компаний?»

Роджер принимает игру. «О, Вик, не в этом дело, — обычно отвечает он. — Ты просто должен понять, что не существует требований относительно того, что на разрешение производства лекарств должно уходить двадцать лет. Сами фармацевтические компании, как и представители FDA, идут на это, чтобы убедиться, что лекарства безопасны».

Это так типично для профессионалов, которые полностью погружены в свою среду, будь это специфическая отрасль бизнеса, политическая культура или профессия, — защищать ее нормы. Роджер — издатель и управляющий партнер компании Windhover Information Inc., которая издает несколько уважаемых журналов, необходимых специалистам, работающим в фармацевтической отрасли. Большая «шишка» из фармацевтической компании в приведенном выше диалоге — это реальный человек, топ-менеджер большой фармацевтической компании. Из дипломатических соображений мы не станем называть его имя.

## Подмастерье трейдера

— Вик, вот заказное письмо.

— Надеюсь, это не очередное письмо от тех чудовищ, которые оспаривают 40 долл. из наших прибылей в 1970 году?

Роб, мой офис-менеджер, протягивает письмо.

— Нет, это от китайского парня, которого вы не приняли на работу, поскольку посчитали, что он недостаточно хорошо понимает американский рынок, чтобы быть полезным.

— Чего он хочет? Чтобы мы возместили ему стоимость билета в первом классе?

— Он говорит, что прочитал в книгах о фондовом рынке XIX века из вашей библиотеки, что тогдашние спекулянты начинали карьеру на Уолл-стрит в качестве подмастерьев. Они делали всю подсобную работу бесплатно, а если смогли проявить себя, им давали шанс стать трейдером. Он хочет быть вашим подмастерьем. Он прислал свой электронный адрес.

Я набрал этот адрес на своей клавиатуре, потом напечатал текст: «Давайте попробуем», и, щелкнув по кнопке «послать», отправив это сообщение Ши Жангу.

Ши появился в комнате трейдеров через несколько дней. Он называет меня «сэр». Трейдеры из моего офиса, непривычные к такому выражению почтения, прозвали его «Мистер».

Для первого проекта Мистера я попросил его отобрать и классифицировать 5-летние цены на акции 150 компаний, входивших в индекс компаний здравоохранения Russell в 2000 году, по количеству покупок акций своей компании менеджерами этих компаний в предшествующие два месяца.

Ши показал себя стоящим подмастерьем. Его исследование биотехнологических компаний и многие другие не раз упоминаются в этой книге. Более того, когда через несколько недель после своего появления Ши добился успеха в 46 из 48 проведенных им на немецком рынке облигаций сделок, остальные трейдеры выстроились в шеренгу, в унисон поклонились ему и назвали его «Маэстро», несмотря на его бурные протесты.

## Невидимая жертва

Выступление Джима Лори, одного из первых директоров Center for Research in Securities Prices (Центра исследования цен ценных бумаг), в Школе друзей в Чикаго 35 лет назад (Вик присутствовал на нем перед тем, как они сыграли свою первую игру в сквош):

— Ребята, нет ни одного экономиста, который после изучения FDA не пришел бы к выводу, что FDA нужно ускорить процесс разрешения производства новых лекарств. Как говорит Джордж Стиглер, отрасль принимает законодательное регулирование и не борется с ним, если оно приносит отрасли пользу. Увеличивая стоимость исследований в фармацевтической отрасли и затягивая разрешения на выпуск новых препаратов, FDA ограничивает предложение на рынке новых эффективных лекарств.



— Но как насчет безопасности, защиты потребителей и неполной информации? — спросил студент.

— Да, но какова цена? — ответил Лори. — Вам нужно соотнести затраты и доходы. Посмотрим на диаграмму, на которой показано, что происходит, если FDA разрешает или запрещает лекарство, решая, принесет оно пользу или вред.

Он показывает диаграмму с табл. 16.1.

— Чиновники FDA знают, что их накажут, если они разрешат вредный лекарственный препарат (ошибка I рода), но если не разрешат выпуск полезного (ошибка II рода), — нет, — говорит Лори. — Если вредный препарат по ошибке появится на рынке, жертвы можно идентифицировать и они могут появиться в ток-шоу у Опры\*. Но если запрещается полезное лекарство, жертвы этого решения «не имеют лица и имени», они неизвестны, и даже в абстрактном плане о них редко говорят. Стоит ли удивляться, что FDA уделяет столько внимания усилиям избежать ошибок I рода и гораздо меньше тому, чтобы избежать ошибок II рода?

— Хотя из-за проволочек или запретов FDA полезных препаратов потеряно много жизней, с точки зрения интересов этого агентства, гораздо опаснее дать проскользнуть вредному лекарственному препарату. Они всегда говорят, что экономисты ни в чем друг с другом не соглашаются. Но все экономисты, которые изучали FDA, пришли к одинаковому выводу: FDA нужно ускорить процесс и давать разрешения быстрее. Экономисты также пришли к единому мнению о причинах неверных решений, которые принимают регулирующие агентства, подобные FDA.

— Вы должны соотнести несчастья, подобные трагедии с талидомидом, который, кстати, никогда не был разрешен в Соединенных Штатах, с такими препаратами, как аспирин или пенициллин, которые в сегодняшних условиях FDA никогда

---

\* Опра Уинфри — одна из самых популярных в США телеведущих. — Прим. пер.

Таблица 16.1. Принятие решений FDA

		Лекарство полезное	Лекарство вредное
Эксперты FDA...	Разрешить лекарство	Правильное решение	Ошибка I рода
	Запретить лекарство	Ошибка II рода	Правильное решение

бы не разрешило, — заключает Лори. — Чистый итог этого неверного акцента на минимизацию ошибок I рода за счет ошибок II рода — это, по самым скромным оценкам, 50 000 дополнительных смертей в год.

Всего за три минуты до начала нашей игры Джим заканчивает свой монолог:

— Начиная с Адама Смита и Сэма Пелцмана, который первым исследовал количество жизней, потерянных из-за задержки разрешений на новые лекарства, и заканчивая Милтоном Фридманом, каждый экономист, который изучал эту проблему, приходил к выводу, что «ничто так не вредно и трагично, как наша система допуска на рынок новых лекарств».

После этой речи Лори мало что улучшилось. Я нашел много примеров фатальных задержек со стороны FDA.

**Септра (Septra):** FDA задержало разрешение по антибактериальному лекарству «Септра» на пять лет, что на три года больше, чем в Европе. Нобелевский лауреат Джордж Хитчингс оценил, что эти пять лет стоили 80 000 потерянных жизней.

**Бета-блокаторы:** бета-блокаторы помогают регулировать повышенное давление и сердечную деятельность. FDA задержало разрешение на восемь лет, потому что полагало, что бета-блокаторы вызывают рак. В это время, как полагает доктор Луи Лазанья из университета Tufts, умерло 119 000 человек, которым могли бы помочь эти препараты.

**Клозарил (Clozaril):** По сведениям *The New England Journal of Medicine*, это лекарство помогает в лечении от 30 до 50% больных шизофренией, которым не помогают другие препараты. Этот эффект был открыт в 1979 году, но в Соединенных Штатах клозарил был разрешен лишь в 1990-м. Компании полагали, что FDA вообще его не разрешит — по той причине, что у одного процента пациентов, которые принимали этот препарат, он оказывал негативный побочный эффект на состав крови. В результате страдали 250 000 пациентов, которым можно было помочь.

**Мевакор (Mevacor):** лекарство, понижающее уровень холестерина и уменьшающее смертность от болезней сердца на 55%. В Европе мевакор используется с 1989 года, в США он был разрешен только в 1992 году. Около тысячи людей умерло за эти три года из-за задержки разрешения FDA.

**Хаврикс (Havrix):** первая вакцина против гепатита А, которая начала применяться в Европе и ряде других стран на три года раньше, чем в Соединенных Штатах.

**Интерлейкин-2 (Interleukin-2):** европейские контролируемые органы разрешили применять интерлейкин-2 в 1989 году для лечения рака почек. Через три года он был разрешен и в Соединенных Штатах. За это время умерло 3500 человек, которых можно было спасти.

## Испытания

Как я сказал своей дочери, а Лори доходчиво объяснил студентам, поход биотехнологических компаний за Золотым руном связан с массой опасностей. Для того чтобы вывести новый препарат на рынок, нужен целый комплекс исследований, производственных процессов, участие ученых, врачей, консультантов, правительственных чиновников. Редактор *Forbes* ASAP Майкл С. Мэлоун рассказал о нескольких критических услови-

ях, необходимых для успеха типичного проекта по запуску нового лекарства на рынок, в репортаже для ABCNEWS.com:

Так случилось, что два года назад я писал статью для журнала и получил возможность непосредственно наблюдать за тем, как биотехнологическая компания пыталась получить окончательное разрешение на выпуск нового лекарства для лечения болезней сердца. За свою карьеру журналиста я не раз видел, как команды, разрабатывающие новую продукцию, не жалели пота и крови, запуская новую модель на рынок. Я видел, как топ-менеджеров, показавших плохие результаты за квартал, буквально рвала на куски стая аналитиков. Однажды я видел, как генеральный директор корпорации чуть не скончался от сердечного приступа прямо во время заседания, когда пытался убедить обозленных акционеров проголосовать за слияние с другой компанией.

Но все это оказалось «цветочками» по сравнению с подготовкой к встрече с экспертами FDA. Компания, за которой я наблюдал, потратила два года на тестирование своего лекарства в реальных условиях, а потом несколько недель готовила презентацию их результатов для FDA. Потом весь топ-менеджмент компании перебрался в отель неподалеку от города Бетесда, штат Мэриленд. В конференц-зале этой гостиницы был развернут полномасштабный коммуникационный центр, четыре дня ушло на репетиции презентации (не менее шести раз), а также переписывание и изменение ее сценария.

В это время в компании все замерли, поскольку знали, что стоимость акций компании, ее будущие продажи — все зависит от того, что произойдет в офисе FDA в Национальном институте здоровья.

Сами слушания напоминали настоящий кошмар: перепуганные докладчики, комитет врачей, каждый из которых имел свои собственные предубеждения и интересы. Восемь часов мучений перед финальным голосованием...

Компания получила разрешение с преимуществом всего в один голос. Все ликовали, похлопывая друг друга по спине. Счастливые участники «шоу» вернулись домой, и в компании состоялся грандиозный праздник, — а всего через два дня они узнали, что один из врачей — участников комиссии изменил свое мнение и проголосовал против...

Цена акций компании упала, моральный дух сотрудников был подорван, и несколько месяцев все были в шоке. Только сейчас ситуация медленно начинает выправляться.

Какой дурак будет покупать акции компаний, подвергающихся таким опасностям? Удивительно, но многочисленные инвесторы готовы пойти на риск. Этих железных людей мож-

но сравнить с голландскими предпринимателями, которые, не испугавшись опасностей, 350 лет тому назад вкладывали деньги в новые американские компании. Очевидно, мотив для таких решений о покупке акций — это ожидания, что они принесут высокие прибыли, если выпустившие их компании создадут препараты, способные сделать биотехнологические корпорации лидерами бизнеса в XXI веке.

Еще более удивительно, однако, что топ-менеджеры этих компаний разделяют бычьи ожидания и сами покупают акции своих компаний. Вероятно, в основе их решений есть что-то помимо простого оптимизма и надежды «получить главный приз». Одно из объяснений — это информация. Топ-менеджеры после десяти лет усилий, потратив на исследования и разработки 800 млн долл., знают, удастся или нет их фармацевтическому гиганту преодолеть последние препятствия. Они получают сведения от исследователей и врачей о том, как проходят испытания нового препарата. Их хорошо информированные консультанты могут сообщить о настроениях своих коллег — врачей, входящих в комиссию FDA.

Человеческая природа такова, что механизм коммерции всегда находит пути организовать приток нужной ему информации. Для этого есть встречи, исследования, письма. Оплачиваются услуги консультантов — часто это те самые люди, которые в итоге будут принимать решение об эффективности препарата. Не важно, насколько закрытым является «двойное слепое» исследование эффективности препарата, — теми или иными путями все равно просачивается информация о вероятности успеха, каким бы изошренным ни был процесс испытаний.

## Прибыль от асимметрии

Джордж Акерлоф, Майкл Спенс и Джозеф Штиглиц получили в 2001 году Нобелевскую премию за анализ именно таких ситуаций. В своей ужасающей науке, которая называется экономикой информации, они исследуют, сколько информации

нужно людям, чтобы определить, что они будут покупать и продавать. Одна из основных тем этих исследований — ситуации асимметричной информации, когда продавец и покупатель обладают неравным количеством информации.

Акерлоф использовал пример с покупкой подержанного автомобиля. Продавец знает, насколько эта машина хороша или плоха, и цена снижается, потому что покупатель опасается купить рухлядь. Точно так же Штиглиц отмечал, что человек, покупающий медицинский страховой полис, гораздо лучше осведомлен о состоянии своего здоровья, чем представитель страховой компании.

Штиглиц, как и большинство экономистов, в первую очередь озабочен тем, в какой степени недостаточная или асимметричная информация может вызвать сбой идеальной модели конкуренции. По его мнению, в таких ситуациях необходимо вмешательство правительства, которое может уменьшить асимметрию. И в самом деле, после атаки террористов на Всемирный торговый центр 11 сентября 2001 года Штиглиц был одним из самых активных сторонников предложения дать правительству США дополнительные полномочия для повышения безопасности в аэропортах и на авиалиниях. Мы воздержимся от подробного обсуждения достоинств конкуренции и инновации, которые будут существенно ограничены после подобного вмешательства правительства. Мы только заметим, что с удовольствием заплатили бы дополнительно 15 долл. за авиабилет на самолет, на борту которого будут вооруженные охранники, если бы правительство снизошло до разрешения авиакомпаниям конкурировать друг с другом, предлагая дополнительные меры безопасности для пассажиров.

Теперь вернемся к топ-менеджерам биотехнологических и фармацевтических компаний, которые хорошо представляют себе все трудности и препятствия со стороны FDA, которые приходится преодолевать при выводе нового препарата на

рынок, и, тем не менее, покупают акции своих компаний. Они что, делают так, думая, что их препарат не получит разрешения? Мы готовы рискнуть, утверждая, что нет. Более того, поскольку существенная часть их личного капитала вложена в акции и опционы на акции компании, мы предполагаем, что они вряд ли станут выбрасывать дополнительные деньги на ветер. Информация о покупках и продажах акций компании ее топ-менеджерами не менее важна (по крайней мере, для нас), чем сообщение о том, что продается автомобиль с такими-то характеристиками или выяснение особенностей данного страхового полиса.

Учитывая это, мы не рекомендуем использовать информацию о том, что менеджеры компании продают ее акции для игры на понижение. Мы вообще не думаем, что имеет смысл играть на понижение индивидуальных акций, потому что мы не можем не учитывать тенденцию ежегодного роста цен акций, о котором шла речь в девятой главе. Насколько мы знаем, эту точку зрения разделяют и другие эксперты.

Спекуляции на основе внутренней информации о компании также связаны с риском. Некоторые топ-менеджеры могут заблуждаться относительно реальных перспектив своих компаний. Более того, они могут специально покупать акции своей компании, чтобы сбить с толку публику. Топ-менеджер может купить небольшую партию акций своей компании, подготавливая тем самым большую продажу и используя разницу во времени между изменениями ситуации (к худшему) и публикацией отчетов об этих изменениях. Он может при этом даже выскользнуть сухим из воды, как это удалось президенту компании Enron Кеннету Лэю, который регулярно продавал большие партии принадлежащих ему акций этой компании, объявляя это «долговременным планом по привлечению инвестиций». Все же в целом мы обнаружили, что покупка акций компании ее топ-менеджерами — это свидетельство возможности получить прибыль.

## Проверка лекарств по методике Нидерхоффера — Кеннера — Жанга

Вдохновившись «драконовскими» требованиями FDA («двойные слепые испытания аккредитованными исследователями в аккредитованных госпиталях»), мы решили, насколько это возможно, последовать этой практике в нашем исследовании. Однако, поскольку у нас не было 800 млн долл. для проведения полного «двойного слепого исследования» и мы не могли себе позволить ждать 18 лет, прежде чем принимать финансовые решения, мы немного упростили процедуру, за что приносим извинения всем заинтересованным сторонам.

У фармацевтических компаний вошло в обычай, представляя протоколы испытаний нового препарата в комиссию FDA, расточать многочисленные комплименты ее членам по поводу их пронизательности и непредвзятости (нужно ли объяснять, почему распространилось подобное гротескное раболепие?). Мы также благодарим контролирующие органы за высокие стандарты тестов, которые они установили для компаний, подпадающих под их юрисдикцию, включая требования, чтобы препараты проверялись по методу «двойного слепого исследования» на пациентах, не страдающих другими болезнями помимо исследуемой и проходящих полный курс лечения в госпиталях, аккредитованных и контролируемых FDA.

Хотя мы твердо убеждены, что эти жесткие требования, как и другие, о которых мы не знаем и поэтому не упоминаем, внесли огромный вклад в потери многочисленных человеческих жизней, навязывая обществу псевдонаучные выводы, которые не имеют ничего общего с тем, как больные принимают лекарства в реальном мире, мы попытались следовать духу требований FDA в своей работе, насколько это позволяли наши финансовые возможности, и надлежащим образом представить ее результаты нашим читателям.



Для того чтобы проверить нашу гипотезу о том, что «доза» покупок акций топ-менеджерами компаний приводит к здоровым прибылям для инвесторов, купивших акции этих биотехнологических компаний, мы с помощью упоминавшегося нами выше подмастерья Ши Жанга провели полное трехэтапное исследование всех «пациентов», включенных в индекс компаний здравоохранения Russell в 2000 году, за период с 1996 по 2001 год. На первом этапе (фаза I) мы хотели убедиться в безопасности подобной процедуры. Мы рассмотрели финансовые результаты деятельности пятидесяти компаний в 2001 году. Они показали, что отобранные компании получили прибыли на 20% выше, чем средняя прибыль в этом году.

Консультанты, контролировавшие нашу работу, указали, что подобные результаты могут объясняться специфическими особенностями данного 2001 года, и предложили нам расширить временной период исследования до шести лет. Это побудило нас начать вторую фазу исследования. В соответствии с текущими требованиями к процедуре исследования со стороны FDA, мы отобрали 1000 здоровых субъектов, которые показали положительные симптомы продажи/покупки инсайдерской торговли за двухмесячный период. Мы отслеживали здоровье этих компаний в течение 12 месяцев после покупки/продажи, используя для этого среднее изменение цены их акций в процентах. Хотя это и не было, строго говоря, «двойным слепым исследованием», мы сравнили результаты экспериментальной группы с результатами большой контрольной группы из 1800 компаний, у которых не были отмечены симптомы покупок/продаж акций топ-менеджерами. Многие компании неоднократно принимали дозу инсайдерской торговли. В этом случае каждая доза покупок/продаж рассматривалась как отдельный случай.

Результаты для «здоровых» (инсайдерские покупки) и «больных» (инсайдерские продажи) акций за все шесть лет в совокупности представлены в табл. 16.2.

Таблица 16.2. Мониторинг продаж и покупок акций биотехнологических компаний инсайдерами

Год	Средний доход в % для инсайдерских покупок	Количество покупок	Средний доход в % для инсайдерских продаж	Количество продаж
2001	-3,4	80	4,9	124
2000	3,1	209	-6,8	480
1999	149,0	197	109,8	278
1998	50,3	207	19,1	280
1997	8,2	140	-5,9	244
1996	30,9	15	20,1	14
Взвешенный средний доход в процентах*	49,2		22,6	
Всего транзакций		848		1420

\* Обратите внимание на то, что взвешенный средний доход в процентах нельзя рассчитать как простое среднее арифметическое.

Результаты второй фазы исследования были очень обнадеживающими, однако высокая степень их разброса показывала, как это обычно бывает со многими препаратами, высокую степень неопределенности каждого конкретного результата. Обратите внимание на высокую разницу в приросте «здоровых» и «больных» акций в 1998 и 1999 годах: разница составила 30,2 и 39 процентных пунктов. В другие годы, кроме этих двух, результаты не показывают никакой закономерности.

Следуя традициям пионеров медицинских исследований, мы решили испытать лекарство на себе в реальной ситуации. Результаты были показаны в прямых репортажах с места событий, которые появлялись на сайте CNBC Money начиная с 25 октября 2001 года. В них рассказывалось о последствиях включения в наш портфель акций 10 компаний, в которых были от-

мечены инсайдерские покупки. Всего через один месяц после начала исследований состояние здоровья этих компаний существенно улучшилось, как показывают данные табл. 16.3.

Средний рост цены акций в 25% был настолько высок, что мы немедленно продали эти акции и получили хорошую прибыль.

Мы решили провести подтверждающие испытания в 2002 году, увеличив вдвое количество пациентов. Нужно отметить, что состояние здоровья пациентов внушало тревогу, так как в данном случае было невозможно отделить эффект воздействия препарата «инсайдерская покупка» от не-



гативного воздействия Великого рыночного вируса 2002 года типа «Мем». Как бы то ни было, мы признали, что итоги нашего первого исследования могли быть

результатом научной ошибки, а позитивный эффект

мог быть случайностью, и неохотно приступили к

третьей фазе. Ее итог в медицинской литературе на-

зывают «негативным исследованием».



**Таблица 16.3. Улучшение здоровья**

Акции	Изменение (%) (25 октября — 21 ноября 2001)
Corvas	-0,4
Dyax	64,4
Genelabs	-10,1
Genzyme Transgenics	1,1
Guilford Pharmaceuticals	15,6
InKine Pharmaceutical	30,4
Large Scale Biology	45,8
The Medicines Co.	54,2
3-Dimensional Pharmaceuticals	19,9
Triangle Pharmaceuticals	-2,9
Average	25,1

Источник: Niederhoffer Investments

Пациенты, принимавшие лекарство, скончались раньше, чем те, кто его не получал. И, конечно, авторы в интересах науки, финансового здоровья и самой этой книги приняли участие в исследовании. Достаточно упомянуть, что ущерб их финансовому здоровью от покупки упомянутых акций в 2002 году составил примерно 50% (в среднем индекс цен акций биотехнологических компаний в этом году упал на 30%). Это еще раз подчеркнуло необходимость расчетов и количественных оценок.

# Глава 17

## Корпоративные мошенники

---

*На мотив дуэта Капитана и Маленького Лютика из мюзикла «Корабль ее величества Пинафор»  
У. С. Джилберта и сэра Артура Салливэна.*

Многие вещи часто являются совсем не тем, чем кажутся.

Публика ошибается и склонна к крайностям.

Цены растут во время ажиотажа на Уолл-стрит.

Боссы продадут акции, когда придет время.

Именно так они и поступят.

Слияния помогают бухгалтерским трюкам.

Аналитики — подручные в этих делах.

Прогнозы прибылей делаются по заказу боссов.

У боссов будет время снять пенки.

Но все равно прибылей нет.

Раздутые доходы пузырятся, как пена.

Нереализованная продукция прикрывает трюк.

В отчетах не найти концов,

Никто не заметит падения прибылей.

Вот как нечестно они играют.

Загоните деньги в офшоры,  
После этого займите еще.  
Пусть пострадает компания, зато заработает босс.  
Публика — это гусь, которого они ощипывают.  
Вот так они поступают у всех на виду.

Хуже всего списание:  
Все боссы уедут из города,  
Получат свои бонусы и лягут на дно.  
Только плохие парни грабят в открытую,  
А эти сначала обманут,  
А потом приберут все к рукам.

Большие боссы после отставки живут как короли.  
Элиот Спитцер торжествует:  
Стянул доходы, украл деньги.  
То, что останется, — верная смерть.  
Да, я знаю, индекс Доу поднимется.

**В** старые добрые времена, если речь заходила о топ-менеджерах и финансовых директорах корпораций, обычно представляли такую сцену: они на всей скорости мчатся на важную встречу, которая должна состояться где-нибудь на модном курорте. Сейчас чаще в воображении мелькает другая картина: они нервно расхаживают перед тем, как предстать перед судом по обвинению в корпоративном мошенничестве.

В «галерее преступников» раньше вы могли обнаружить портреты грабителей банков, а не высокопоставленных боссов таких компаний, как Adelphia Communications, Arthur Andersen, Enron, HomeStore, ImClone, Tyco или WorldCom. Финансовые отчеты изучали аналитики — специалисты по ценным бумагам, а не прокуроры. Декларации прибыли компаний были важнее, чем бухгалтерские книги.

Но все это изменилось в начале XXI столетия. Топ-менеджеры теперь предстают как обманщики. Привлекательные женщины и мужчины на коктейлях уже не окружают предпринимателей и не заглядывают им в рот, как когда-то. Аналитиков-быков высмеивают в телепередачах. Как говорит Джилберт в мюзикле «Пинафор»: «Рогожу считают роскошной кожей, галки расхаживают важно, как павлины».

Да, действительно, умение распознать обманщиков становится для инвесторов более важным, чем изучение принципов научного управления. Изучение балансовых отчетов важнее, чем анализ деклараций о доходах компаний. В балансовых отчетах самым важным становится графа «Наличные денежные средства или их эквиваленты». Вы можете говорить что угодно, спорить, хвастаться доходами компании, но если прибыли не проявляются в поступлениях наличности от операционной деятельности, то нужно быть осторожным.

Мы определили четыре вопроса, ответы на которые могут помочь отличить реальность от манипуляций, правду от лжи:

1. Объявляла ли компания о выкупе своих акций? Объявления об обратном выкупе акций предшествовали отличным прибылям компаний во все периоды, которые мы исследовали.
2. Платит ли компания дивиденды? Выплаты денег акционерам были связаны с хорошими долговременными прибылями, по крайней мере в прошедшем столетии.
3. Что происходит со складскими запасами продукции и дебиторской задолженностью? Снижение этих двух показателей приводит к росту прибылей, их рост — к плохим новостям.
4. Платит ли компания налоги? Итоговые отчеты компаний могут быть химерой, но если компания настолько прибыльна, что ее руководителям приходится сжать зубы и заплатить налоги, — это верный признак того, что доходы этой компании вполне реальны.

Эти индикаторы работают не всегда. Компании, у которых была высокая дивидендная доходность, показали лучшие результаты, чем компании с низким значением того же показателя, если анализировать длительные периоды времени, но эта закономерность не работала в 1990-х годах, так же, как и в трудном для фондового рынка 2002 году. Выкуп собственных акций компанией свидетельствует о ее благих намерениях расплатиться с акционерами наличными деньгами, но иногда для всех заинтересованных сторон было бы лучше, если бы компания инвестировала эти деньги в свой бизнес, а не выплачивала их инвесторам. Дебиторская задолженность, складские запасы продукции и уплата налогов, возможно, более универсальные индикаторы, особенно в сочетании с двумя другими сигналами — выкупом акций и дивидендами.

В этой главе мы обсудим все упомянутые индикаторы, но сначала рассмотрим некоторые вопросы бухгалтерского учета. Вам не придется перенапрягаться, чтобы разобраться в них, а инвестор, который может отличить реально полученные кассовые прибыли (*cash profit*) от наращенных прибылей (*accrued profit*), может всю жизнь не беспокоиться о своем пропитании.

## **Денежные средства в балансе компании**

Деньги — это главный элемент бухгалтерского отчета. Проанализировав и сопоставив ежегодные отчеты компании о движении денежных средств, проверенные аудиторами, вы можете сделать вывод о том, увеличились или уменьшились денежные средства на счетах компании. Но откуда пришли эти поступления и как они были использованы?

В двух словах, показатель «денежные средства от операций» представляет данные о денежных параметрах доходов и затрат. Если бизнес намерен выжить, он должен в перспективе обеспечить приток денежных средств. Если компания так ведет свои операции, что постоянно теряет деньги, кто захочет ею владеть?



Ведомость, в которой прослеживаются эти изменения, называется бухгалтерским счетом. Левая часть счета называется дебет, а правая — кредит. Правила бухгалтерского учета таковы, что для любой транзакции итог по дебету должен быть равен итогу по кредиту. Вот что имеется в виду, когда говорят о методе двойной записи.

Система двойной записи, используемая всеми крупными компаниями, создана для того, чтобы фиксировать тот факт, что любая экономическая транзакция имеет два или более следствия. Например, если вы покупаете коробку хлопьев для завтрака, количество ваших денежных средств уменьшится, а запасы хлопьев — увеличатся. Увеличение активов или расходы учитываются как дебет, а увеличение обязательств или выручка — как кредит.

Основное уравнение, которое показывает соотношение дебета и кредита:

$$\text{Активы} = \text{обязательства} + \text{собственный капитал владельцев компании.}$$

Для того чтобы уравнение соблюдалось, все изменения в его левой части должны быть сбалансированы соответствующими изменениями в правой части.

Если мы разделим левую часть уравнения на денежные и неденежные активы, то получим новое уравнение:

$$\text{Денежные} + \text{неденежные активы} = \text{обязательства} + \text{собственный капитал.}$$

Теперь мы видим, что любое увеличение неденежных активов должно быть компенсировано уменьшением денежных активов или увеличением обязательств. Любое снижение неденежных активов должно быть компенсировано увеличением денежных активов или снижением обязательств.

Анализируя транзакции, в результате которых балансовый счет увеличивается или уменьшается, бухгалтер или образо-

ванный читатель может рассчитать разницу между денежными потоками и чистый доход бизнеса. Все они суммируются и сообщаются в отчете о движении денежных средств. Все открытые акционерные компании должны представлять такие ежегодные отчеты акционерам и Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) с 1987 года.

В табл. 17.1 представлены некоторые финансовые показатели корпорации General Electric за 2001 и 2000 финансовые годы, для того чтобы проиллюстрировать то, о чем речь шла выше.

Имейте в виду, что здесь приведены только отдельные показатели, причем нам не удалось обсудить их с представителями корпорации General Electric, потому что они отказались дать нам интервью. Однако обратите внимание, что при уменьшении продаж на 3,7 млрд долл. General Electric сумела увеличить чистый доход на 949 млн долл. Это очень похвально, но 753 млн из этих 949 приходятся на увеличение складских запасов продукции, а 88 млн — это дебиторская задолженность. Если мы вычтем из чистой прибыли эти 841 млн, то получим прирост чистой прибыли в размере 108 млн долл.

Бухгалтеры и аналитики используют точную процедуру для оценки всех активов и балансовых счетов, чтобы вычислить разницу между реальными доходами, рассчитанными по

**Таблица 17.1. Некоторые финансовые показатели компании General Electric**

	Конец года	
	2001 (млн долл.)	2000 (млн долл.)
Запасы продукции	8,565	7,812
Дебиторская задолженность	9,590	9,502
Продажи	125,679	129,417
Чистый доход	13,684	12,735

Источник: Bloomberg L.P.

кассовому методу, и «наращенными» доходами (оценка доходов, часть которых компания реально пока не получила). Мы еще раз хотим подчеркнуть, что рассматриваем только фрагмент финансового отчета корпорации General Electric и что суммарная выручка этой компании в 2001 году увеличилась до 32,2 млрд долл., что на 22,7 млрд долл. больше, чем в предыдущем году. В отчете о движении денежных средств есть дополнительная информация, которая показывает, что этот рост произошел также за счет увеличения страховых обязательств и резервов на 9,2 млрд долл. Хотя мы не вправе высказывать свое мнение об отчетности GE, поскольку нам не удалось вступить в прямой контакт с представителями корпорации, можно предположить, что рассмотренные выше данные свидетельствуют о проблемах в работе этой корпорации и частично объясняют спад цены акций GE в 2002 году на 47%.

## Выкуп акций

Давайте рассмотрим выкуп собственных акций и дивиденды — два основных способа, при помощи которых компания может выплатить деньги акционерам.

Нельзя считать, что компании, которые платят дивиденды или выкупают свои акции, безусловно лучше компаний, этого не делающих. Например, растущая компания может решить инвестировать прибыли в бизнес, а не выплачивать дивиденды акционерам.

Если у менеджмента компании складывается впечатление, что акционеры смогут лучше распорядиться деньгами, чем сама компания, тогда имеет смысл выплатить акционерам дивиденды. Более того, в сегодняшней атмосфере бизнеса, отравленной недоверием и обманом, такие выплаты — это лучший способ продемонстрировать благие намерения, чем простые словесные уверения. Компания, которая выплачивает деньги акционерам, по крайней мере, не тратит их на плохо продуманные покупки других компаний, возведение гранди-

озных зданий, непомерные премии для топ-менеджеров и другие подобные вещи.

Как отметил один из читателей нашего обзора для CNBC Money: «Вы можете показать фальшивые прибыли на бумаге, но если вы выплачиваете деньги, они у вас, по крайней мере, должны быть».

Выкуп акций стал более частым в середине 1980-х, когда количество компаний, выплачивающих дивиденды, напротив, снижалось. По данным исследования, проведенного Густаво Груллоном из университета Райс и Рони Майкэли из Корнельского университета и опубликованного в августе 2002 года журналом *Journal of Finance*, в 2000 году компании потратили на выкуп своих акций столько же, сколько на выплату дивидендов.

У выкупа акций есть три основных преимущества:

1. **Сигнальное.** Дав распоряжение о выкупе акций, совет директоров показывает акционерам, что, по его мнению, акции компании недооценены.
2. **Более высокие доходы на одну акцию.** При прочих равных условиях сокращение количества акций улучшает доход в расчете на акцию.
3. **Гибкость.** Инвесторы могут расценить отмену выплаты дивидендов или сокращение выплачиваемых дивидендов как очень плохую новость. Поскольку выкуп акций — это разовое событие, если он не повторится, такое решение не нанесет никакого ущерба компании.

Классическое исследование выкупа собственных акций было проведено Дэвидом Икенберри, профессором университета Райс, Тео Вермаленом, профессором финансов французской бизнес-школы INSEAD, и Джозефом Лаконишоком, профессором финансов из Иллинойского университета. Это исследование, опубликованное в 1995 году в журнале *Journal of Financial Economics*, выявило, что компании, выкупающие

свои акции, показали результаты на 4% выше среднего. Дополнительные исследования индийских, английских и канадских компаний подтвердили этот вывод.

По крайней мере, два инвестиционных фонда на практике используют эти данные для получения прибылей. Фонд Дэвида Фрида *Buyback Letter* получил самый высокий рейтинг обзора *Hulbert Digest* — признанного авторитета в этой области. Фонд профессора Вермалена, которым он управляет для бельгийского банка КВС, сообщил о 40%-ной прибыли за период с момента основания фонда в июле 1998 года по апрель 2002 года.

Мы сами проверили выводы академических исследований в апреле 2002 года, составив список всех компаний, входящих в индекс S&P 500, которые объявляли о выкупе акций с начала 2000 года. Мы изучили финансовые показатели каждой компании в течение года, начиная с того дня, когда было объявлено о выкупе.

Выделенные нами 224 компании в течение года показали результаты в среднем на 30% выше, чем компании S&P 500. Вероятность того, что этот результат случаен, равна одному шансу на сто миллионов.

К октябрю 2002 года мы добавили еще 15 компаний. В результате преимущество хотя и снизилось до 6%, все равно осталось существенным.

Когда мы опубликовали наши результаты, многие читатели прислали нам письма, в которых выражали опасения, что компании не выполняют своих обещаний о выкупе акций. Эти опасения безосновательны. Объявление о выкупе показывает, что, по мнению менеджмента компании, ее акции недооценены. Если цена акций немедленно вырастет после объявления о выкупе — цель достигнута. (Инвесторы могут получить информацию о действительно выкупленных акциях по ежеквартальным финансовым отчетам компаний, в которых указывается количество акций, находящихся в обращении).

## Дивиденды

Когда отчеты инвестиционных фондов выглядят слишком удручающими и каждую неделю появляются свежие новости о крупных финансовых махинациях, ничто так не обнадеживает, как чек на получение выплаты по дивидендам, пришедший по почте. Эти выплаты не только компенсируют снижение стоимости акций. Компания, которой необходима наличность для выплаты достаточно высоких дивидендов в течение нескольких кварталов, имеет меньше возможностей для бухгалтерских махинаций. Дивиденды дают акционерам реальное доказательство того, что у них есть хотя бы некоторый контроль над активами, совладельцами которых они являются.

Прежние поколения инвесторов хорошо это знали. «Мой свекор (ныне покойный) обращал внимание только на дивиденды, а стоимость инвестиционного портфеля его никогда не интересовала, — пишет наша читательница Патрисия К. Швабахер. — Во время спадов рынка он нисколько не беспокоился. Просто в это время он откладывал покупку новой машины или новой моторной лодки. Его беспокоили только гарантии выплаты дивидендов. Он вышел на пенсию в 50, а скончался в 90 лет, ведя очень активный образ жизни, а его богатство за эти сорок лет выросло в десять раз».

К несчастью, доля компаний, выплачивающих дивиденды, постоянно уменьшалась: с 70% в 1970-х годах примерно до 20% в 2000 году. Отчасти это произошло из-за налоговой политики США. Налог на дивиденды на корпоративном уровне составляет 20%, а когда дивиденды попадают в карманы инвесторов, за них опять приходится платить налог в среднем 40%. Если же компания эти деньги удерживает и разумно инвестирует или выкупает собственные акции, то прирост капитала инвесторов облагается налогом всего в 20%. Вот почему коэффициент удержания — соотношение прибыли, удерживаемой компанией, к общей сумме выплаченных дивидендов — увеличился с 30% в 1950-х до 70% сегодня.

Двойное налогообложение — не единственный стимул для менеджмента не выплачивать дивиденды. Конгресс еще более ухудшил ситуацию, разрешив уменьшать налогооблагаемую базу за счет процентных выплат по долгам, но обязав платить налоги на дивиденды. По существу, компании поощряют активно привлекать заемные средства. Несмотря на то что рейтинговые агентства и инвесторы неодобрительно относятся к балансовым отчетам, показывающим высокую долю заемных средств, некоторые компании — в первую очередь вспоминается Enron — идут на все, чтобы спрятать свои долги при помощи запутанного или фальшивого бухгалтерского учета.

Более того, премии топ-менеджеров, как и цена акций, снижаются, если компания выплачивает дивиденды. Рост зарплат топ-менеджеров за последние 50 лет сопровождался снижением выплат дивидендов.

Мы решили заново исследовать вопрос о том, действительно ли выплата дивидендов предсказывает рост акций. Как уже вошло у нас в привычку, мы начали с обращения к замечательному анализу данных о фондовом рынке за 101 год, представленному в книге *Triumph of the Optimists* (Триумф оптимистов).

Димсон, Марш и Стаунтон, авторы «Триумфа», исследовали поведение цен на акции компаний с самой высокой дивидендной доходностью (30% всех компаний) и сравнили их с результатами компаний с самой низкой дивидендной доходностью (тоже 30% всех компаний). За период с 1900 по 2001 год акции компаний с высокой дивидендной доходностью показали среднюю годовую прибыль в 12,2%, а акции компаний с низкой доходностью — 10,4%.

Разница в 2,2% в год может показаться незначительной, но с течением времени она часто оказывается очень существенной. За период в 101 год, данные о котором использовались в исследовании, один доллар, инвестированный в компании с высокой дивидендной доходностью, принес бы 4948 долл., а один

доллар, инвестированный в низкодоходные компании, — только 1502 долл.

Однако начиная с 1990 года разница в поведении акций компаний с высокими и низкими дивидендами стала практически нулевой. Для того чтобы определить, являются ли эти изменения устойчивыми, мы дополнили данные авторов «Триумфа» еще двумя годами, включив в них компании из числа S&P 500, выплачивавшие самые высокие дивиденды в конце 2000 и 2001 годов, и проследив прибыльность акций этих компаний на следующий год.

Мы обнаружили, что в 2001 году цена акций десяти компаний, выплачивавших самые высокие дивиденды, выросла за год на 8%, в то время как в среднем цена акций компаний S&P 500 снизилась на 10%, а компаний индекса Nasdaq — на 39%. Но в 2002 году эта закономерность не подтвердилась. Стоимость акций 10 компаний, выплачивавших самые высокие дивиденды, к середине октября снизилась на 34% — это еще более низкий показатель, чем среднее снижение для компаний S&P 500 (24%), и абсолютно такое же, как в среднем для компаний Nasdaq (34%).

Для 30 компаний с самыми высокими дивидендами данные были похожими. В 2001 году цена их акций практически не изменилась, а в октябре 2002 года упала на 25%, как показано в табл. 17.2.

Самая большая опасность при покупке акций с высокими дивидендами связана с тем, что эти выплаты могут сократиться. Акции компаний Ford Motor Company, Dynegy, Goodrich, Transocean и Qwest Communications упали в 2002 году более чем на 40%, после того как были уменьшены или отменены выплаты дивидендов.

Однако есть и определенный риск в том, что вы покупаете акции компании, менеджеры которой предвидят такие трудности с использованием вашего капитала, что готовы его вам вернуть.



Таблица 17.2. Изменяющиеся циклы: изменения цен на акции 10 компаний, которые лидируют по уровню выплачиваемых дивидендов (сравнение 2001 и 2002 годов)

Компания	Дивидендная доходность на конец 2001 г.	Изменение цен на акции за январь-октябрь 2002 г. (%)	Компания	Дивидендная доходность на конец 2000 г.	Изменение цен на акции в 2001 г.
Plum Creek Timber (PCL)	10,05	-27,1	Sabre (TSG)	12,06	-1,8
Dana (DCN)	6,77	-237	J,C, Penney (JCP)	10,47	155,79
Ford Motor (F)	6,68	-46,6	Rockwell Automation (ROK)	8,48	-1551
J C. Penney (JCP)	6,44	-45,5	Dana (DCN)	8,1	-334
Rockwell Automation (ROK)	6,34	-10,4	Ford Motor (F)	7,68	-2927
CMS Energy (CMS)	6,08	-70,0	Deluxe (DLX)	7,33	11665
Eastman Kodak (EK)	6,01	-10,8	Winn-Dixie Stores (WIN)	7,09	-23,52
Ameren (AEE)	6	-1,8	Thomas & Belts (TNB)	6,92	34,92
RJ Reynolds Tobacco (RJR)	5,86	-39,1	Wachovia (WB)	6,9	16,47
CenterPoint Energy (CNP)	5,66	-67,4	Southern Co. (SO)	6,6	31,95
	Среднее значение для всего рынка	-34,24		Среднее значение для всего рынка	8,16
	Стандартное отклонение	23,59		Стандартное отклонение	1,77

## Увеличение дивидендов

Теперь мы рассмотрим компании, которые принимают решение о начале выплаты дивидендов или их увеличении. Ученые пришли к выводу, что увеличение дивидендов не играет никакой роли. В соответствии с научными традициями мы решили проверить их исследования. Ведь закономерности периодически изменяются на рынках, на конных скачках и вообще в жизни как раз в тот момент, когда кажется, что они «устойчивы как скалы». Предварительное исследование увеличения дивидендов в 2002 году дало результаты, отличные от выводов «академиков».

Мы отобрали 120 компаний из числа S&P 500, которые увеличили выплаты дивидендов в 2002 году, и обнаружили, что в середине октября цена их акций выросла в среднем на 14%. 22 компании, напротив, снизили выплачиваемые дивиденды, и их акции упали в среднем на 20%. Эта разница статистически значима. Компании, которые объявили о начале выплаты дивидендов, также показали более высокие результаты, чем средние для S&P 500, как показано в табл. 17.3.

Мы пришли к выводу, что универсального рецепта нет. Акции компаний, выплачивающих высокие дивиденды, показывают в длительной перспективе лучшие результаты, но этот эффект практически исчез в трудном 2002 году. Акции компаний, увеличивавших выплаты дивидендов, в прошлом показывали посредственные результаты, но сегодня они, напротив, растут быстрее рынка.

## Дивидендная доходность акций и рынок

Мы часто слышим от сторонников инвестиций в недооцененные акции, что большинство акций слишком дороги, потому что их дивидендная доходность слишком низка. Билл Гросс, «король облигаций» фонда Pimco, использовал 200-летние статистические данные по доходности акций по дивидендам и по

Таблица 17.3. Выплаты дивидендов и рост цен на акции\*


Компании	Идентификатор	Дата декларации дивидендов	Изменения цен акций через 12 месяцев (%)	Разница по сравнению с S&P 500 через 12 месяцев (%)
AmerisourceBergen	ABC	10/31/2001	12	28
FedEx	FDX	5/31/2002	N/A	N/A
Goldman Sachs	GS	6/24/1999	32	22
John Hancock Financial Services	JHF	11/13/2000	32	49
MeadWestvaco	MWV	1/13/2002	-17	0
Metropolitan Life	MET	10/24/2000	10	29
Monsanto	MON	10/18/2000	49	72
Pepsi Bottling	PBG	4/29/1999	7	-3
Principal Financial	PFG	10/25/2002	N/A	N/A
Qwest	Q	5/2/2001	-87	-73
RJ Reynolds Tobacco Holdings	RJR	7/28/1999	5	-2
Rockwell Collins	COL	7/2/2001	6	29
United Parcel Service	UPS	11/18/1999	-9	-9
Visteon	VC	7/14/2000	24	43

\* Доходы не включают реинвестированные дивиденды.

Источник: Bloomberg L.P.

росту дивидендов, чтобы в сентябре 2002 года заявить, что значение индекса Доу примерно должно составлять 5000 (в то время оно было около 8500).

Такой аргумент настолько наивен, что мы сами смутились, услышав его. Он игнорирует тот факт, что компании тратили столько же средств на выкуп своих акций, сколько и на выплату дивидендов. Он также не учитывает, что доходность десятилетних облигаций сегодня самая низкая с 1950-х годов. Это значит, что акциям совсем необязательно приносить очень высокий доход, чтобы быть привлекательными для инвесторов, как показывают данные в табл. 17.4 и 17.5.

Мы вооружились карандашом и бумагой для того, чтобы проследить, что происходит с акциями компаний, когда выплаты дивидендов на одну акцию падают. За период с  1938 года по сентябрь 2002 года для дивидендов компаний S&P 500 таких случаев было только шесть. Данные табл. 17.6 показывают, что происходило с акциями компаний в такие годы и на следующий год.

Для шести лет, в которые снижались выплаты дивидендов, средний прирост капитализации S&P 500 составил 17%. На следующий год прирост был 10%. Если добавить к этим результатам дивиденды, то они возрастут на 5%. Миф о том, что цена акций не может расти, если не растут дивиденды, таким образом, опровергнут.

## Индикаторы наличия денежных средств

В 2002 году, когда сообщения о мошенничестве с бухгалтерскими отчетами заполнили газетные страницы и в воздух поднялась «пыль от рухнувших компаний», наш друг, инвестирующий в индийские компании, сказал нам, что подобные «преувеличения» в отчетах компаний в Индии — обычная практика. Единственный способ, который позволяет отличить действительно успешные компании от мошеннических, — это найти такие компании, которые действительно платят налоги.

Таблица 17.4. Доходность в конце года для 10-летних облигаций США (1962–2001 годы)

Год	Доходность (%)	Год	Доходность (%)	Год	Доходность (%)
2001	5,051	1987	8,859	1973	6,902
2000	5,112	1986	7,223	1972	6,412
1999	6,442	1985	8,986	1971	5,892
1998	4,648	1984	11,514	1970	6,502
1997	5,741	1983	11,801	1969	7,882
1996	6,418	1982	10,389	1968	6,162
1995	5,572	1981	13,982	1967	5,702
1994	7,822	1980	12,432	1966	4,642
1993	5,794	1979	10,332	1965	4,652
1992	6,686	1978	9,152	1964	4,212
1991	6,699	1977	7,782	1963	4,142
1990	8,067	1976	6,812	1962	3,852
1989	7,935	1975	7,762		
1988	9,137	1974	7,402		

Источник: Bloomberg L.P.

Наше расследование показало, что многие американские компании, которые потерпели крах из-за манипуляций с отчетами (яркие примеры тому компании WorldCom и Global Crossing), показывали замечательные доходы до того самого момента, пока не рухнули. Тем не менее был один признак проблем, который можно было обнаружить: по сравнению с реальными налогами, которые заплатили две упомянутые выше компании, они показывали в своих отчетах очень высокие ежегодные прибыли до выплаты процентов, дивидендов, налогов и амортизации (ЕВITDA).

Нас заинтересовало, может ли разница между реально уплаченными компаний налогами и приведенными в отчетах доходами являться признаком скрытых финансовых манипуляций. В конце концов, очень немногие компании пойдут на то, чтобы платить налоги за те денежные доходы, которые они в реальности не получили.

**Таблица 17.5. Дивидендная доходность некоторых компаний, входящих в S&P 500**

Год	Доход (%)	Год	Доход (%)
2001	1,4	1990	3,7
2000	1,2	1980	4,5
1999	1,1	1970	3,4
1998	1,3	1960	3,3
1997	1,6	1950	7,2
1996	2,0	1940	6,3
1995	2,2	1935	3,5
1994	2,8	1900	4,3
1993	2,7		

Источник: Bloomberg L.P., S&P Security Price Index Record, The Triumph of the Optimists (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2002)

Гангстеры времен строительства Лас-Вегаса это понимали. Сюзан Берман в своей книге *Lady Las Vegas* (Леди Лас-Вегас) пишет, что когда владельцы казино делили прибыли, они выделяли одну часть для себя, другую для правительства и третью — для главарей гангстерских кланов. Боссы Багси Сигеля

**Таблица 17.6. Годы снижения дивидендов**

Год, когда дивиденды понизились	Снижение (%)	Доходность S&P 500 в год снижения дивидендов	Доходность S&P 500 в следующем году
1938	-37	25	-5
1942	-16	12	19
1951	-6	15	12
1958	-3	38	8
1970	-1	0	11
1971	-2	11	16

Источник: Niederhoffer Investments

«задали ему перца», когда он не отдал им причитающуюся долю. Они считали, что, если они не получили долю от Багси, он или плохо управляет их имуществом или ворует.

В принципе, нет ничего плохого или подозрительного в том, что компания сообщает правительству одни сведения о своих доходах, а публике — другие. У компании есть две противоположные цели: показать как можно меньшую сумму доходов, облагаемых налогом, Внутренней налоговой службе США (IRS) и, таким образом, снизить налоги и в то же время показать как можно более высокие доходы реальным и потенциальным инвесторам. Правила, по которым IRS рассчитывает облагаемый налогом доход и размер налога, могут существенно отличаться от «Общепринятых принципов бухгалтерского учета» (GAAP), которых по требованию Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) должны придерживаться компании, рассчитывая доходы и прибыли для публикуемых отчетов.

Облагаемый налогом доход компании может существенно отличаться от доходов, о которых она сообщает акционерам, по целому ряду вполне легитимных причин, таких как используемые компанией методы начисления износа, учета амортизации нематериальных активов и учета поступающей выручки. Кроме того, по-разному могут учитываться расходы по опционам, которыми награждаются топ-менеджеры компании.

Налоговый учет — это одна из наиболее сложных, противоречивых и запутанных областей финансового учета. Одно из немногих обобщений, которое мы можем сделать: для растущих компаний характерны более высокие обязательства по отсроченным налогам. Это происходит потому, что они постоянно делают капиталовложения (например, приобретая компьютеры или грузовики). Оценки того, когда отсроченные налоги (или кредиты) будут в реальности выплачены, по правилам GAAP и IRS существенно различаются. Разница в сроках может иногда — хотя и не всегда — приводить и к разнице в сумме выплат.

Мы решили провести исследования связи налоговых выплат и поведения цен на акции для тридцати крупнейших американских компаний, составляющих индекс Dow Jones Industrial. Мы сравнили их опубликованные данные по EBITDA со сведениями о сумме уплаченных налогов из отчетов о движении денежных средств. Мы разделили эти компании на две группы — с высокой и низкой суммой налогов — и проанализировали динамику цен их акций. Результаты показаны в табл. 17.7 и 17.8.

Вопреки ожиданиям, — а это подчеркивает, что результаты заслуживают дополнительного внимания, — компании, которые платили более низкие налоги с доходов, показали худшие результаты, чем компании, платившие более высокие налоги с той же суммы доходов. Вы, скорее всего, решите, что компании, которые сумеют избежать выплаты налогов или, по крайней мере, отложить эту выплату, будут более успешными, однако наше исследование показало прямо противоположный результат, причем он статистически достоверен.

Для того чтобы убедиться, что такие результаты не случайность, мы провели сходный тест для 50 ведущих компаний S&P 500. Как показывает табл. 17.9, компании, платившие высокие налоги, снова существенно «переиграли» те, которые платили низкие налоги.

Это наше исследование сугубо предварительное. Вполне возможно, что в другое время и при других условиях компании, уплатившие более низкие налоги, покажут лучшие результаты, в чем им поможет более высокий приток денежных средств.

## **Золотые россыпи**

В балансовых отчетах есть поистине золотые россыпи, но нужно знать, где их искать. Мы обнаружили их в четвертом слое, считая от поверхности, под денежными средствами, ликвидными ценными бумагами и дебиторской задолженностью — это изменение складских запасов.



Таблица 17.7. Компании, которые платят высокие налоги

Название	Идентификатор	ЕБИТДА, 2001 (в тыс.)	Уплаченные налоги, 2001 (в тыс.)	Соотношение ЕБИТДА/ уплаченные налоги	Изменение цены акций за 1/2002-9/2002 (%)
Hewlett-Packard	HPQ	3,200	1,159	2,8	-37,6
Exxon Mobil	XOM	29,000	9,855	2,9	-13,8
Home Depot	HD	5,700	1,685	3,4	-45,5
Procter & Gamble	PG	7,000	1,701	4,1	13,4
Wal-Mart Stores	WMT	13,400	3,196	4,2	-17,7
Boeing	BA	6,500	1,521	4,3	4,3
Johnson & Johnson	JNJ	9,500	2,090	4,5	-11,8
Coca-Cola	KO	6,200	1,351	4,6	3,4
Philip Morris	MO	18,000	3,775	4,8	5,8
Merck	MRK	11,500	2,300	5,0	-18,8
Walt Disney	DIS	4,600	881	5,2	-32,0
McDonald's	MCD	4,000	774	5,2	-13,4
3M	MMM	3,300	520	6,3	3,3
Alcoa	AA	3,500	548	6,4	-30,1
Caterpillar	CAT	2,500	379	6,6	-17,8
Среднее изменение цены акций					-13,9
Стандартное отклонение					17,5

Таблица 17.8. Компании, которые платят низкие налоги

Название	Идентификатор	ЕВИТДА, 2001 (в тыс.)	Уплаченные налоги, 2001 (в тыс.)	Соотношение ЕВИТДА/ уплаченные налоги	Изменение цены акций за 1/2002–9/2002 (%)
IBM	IBM	16,100	2,279	7,1	-43,8
Intel	INTC	8,900	1,208	7,4	-43,8
SBC Comm.	SBC	20,000	2,696	7,4	-35,0
United Tech.	UTX	3,700	497	7,4	1,4
DuPont	DD	3,500	456	7,7	-5,1
International Paper	IP	3,300	333	9,9	-5,5
Microsoft	MSFT	13,000	1,300	10,0	-30,4
American Express	AXP	6,800	545	12,5	-8,5
General Motors	GM	23,000	1,843	12,5	-12,3
Citigroup	C	31,600	2,411	13,1	-37,7
Honeywell	HON	1,100	79	13,9	-8,7
Eastman Kodak	EK	1,900	120	15,8	0,9
General Electric	GE	27,400	1,487	18,4	-24,4
AT&T	T	15,600	803	19,4	-49,2
J.P. Morgan	JPM	11,200	479	23,4	-32,3
				Среднее изменение цены акций	-22,3
				Стандартное отклонение	

**Таблица 17.9. Выборочные результаты для компаний из числа S&P 500**

<b>50 из 500</b>	
<b>Компании, платившие высокие налоги</b>	
Среднее изменение цены акций	-15,7
Стандартное отклонение	24,9
Количество компаний	25
<b>Компании, платившие низкие налоги</b>	
Среднее изменение цены акций	-31,0
Стандартное отклонение	24,6
Количество компаний	25

Что происходит, если эти запасы увеличиваются? Это часто означает, что стоимость акций такой компании будет падать.

А если запасы снижаются? Вероятно, стоимость акций повысится.

На первый взгляд, это кажется очевидным. Есть бухгалтерский трюк, такой же новый, как XXI век, и такой же старый, как сама торговля. Если компания накапливает большие складские запасы, их можно показать в отчете как увеличение доходов. Но все эти микрочипы, маршрутизаторы, микросборки, которые стоят миллиарды в балансовых отчетах, вполне возможно, придется продавать по бросовым ценам.

Вы можете не обратить на это внимание, но рынок обязательно отреагирует, особенно в трудное время, когда доверие к корпорациям понизилось.

Можно привести множество примеров компаний, накопивших запасы продукции на складе как раз перед резким падением своей стоимости. Например, запасы продукции компании Nvidia Corp. в январе 2002 года увеличились до 214 млрд долл. по сравнению с 90,4 млрд долл. в январе 2001 года, но при таком увеличении складских запасов — на 137% — продажи уве-

личились всего на 86%. Нет никаких сомнений в том, что компания Nvidia накапливала запасы продукции, рассчитывая на большой рост продаж в 2002 году. Однако стоимость акций этой компании к октябрю 2002 года упала на 89%.

Или возьмите компанию Tellabs, цена акций которой в 2001 году упала на 74%. Запасы продукции этой компании в конце 2000-го года выросли на 131%, до 428 млн долл. (годом раньше они составляли 186 млн), в то время как продажи выросли только на 46%. А в 2001 году продажи вообще упали на 35%.

Особенно показательный пример — то, что произошло с компанией Motorola в 2000 году. Запасы продукции у нее выросли тогда примерно на 40% — с 3,7 млрд долл. в предыдущем году до 5,2 млрд, а продажи увеличились только на 14% — с 33,1 млрд долл. до 37,6 млрд. Падение стоимости акций компании Motorola в 2001 году может показаться не очень впечатляющим — 26%, но нужно иметь в виду (в этом, вероятно, проявилась мудрость рынка), что эти акции уже в 2000 году потеряли 60% своей стоимости.

Компаний, цены на акции которых резко упали в 2000 году после увеличения запасов продукции в 1999-м, особенно много. Начнем с компании Amazon.com. У этой компании запасы продукции выросли на 650% — с 30 млн до 221 млн долл. Продажи выросли на 170% — с 610 млн до 1,6 млрд долл., и поэтому понятно желание менеджеров компании создать товарные запасы. Но рынок беспощаден, и стоимость акций Amazon.com в 2000 году упала на 80%.

В табл. 17.10 приводятся данные о запасах продукции и продажах на конец года и изменении цены акций компании в следующем году. Вроде бы простой здравый смысл подсказывает, что увеличение запасов, которое не сопровождается ростом продаж, — признак серьезных проблем. Многим из тех, кто занимался бизнесом, знакома ситуация, когда стоимость накопленных товарных запасов оценивается слишком оптимистично, а в итоге, чтобы их продать, приходится резко сни-

Таблица 17.10. Рост складских запасов продукции — снижение цены акций

Компания	Год	Запасы продукции (в млн долл.)	Изменение запасов (%)	Изменение продаж (%)	Изменение цен акций в следующем году (%)
Nvidia	2001	213,9	137	86	-84
Tellabs	2000	428,3	131	46	-74
Motorola	2000	5242,0	41	14	-26
Amazon.com	1999	220,6	650	169	-80

Источник: Bloomberg L.P.

жать цены. Это особенно характерно для отраслей, в которых продукция быстро устаревает.

К несчастью, все не так просто. Многие компании, сообщаящие о резком росте товарных запасов, увеличивают их в ответ на значительный рост продаж. Часто финансовые результаты в следующие годы оказываются отличными. С другой стороны, многие компании, у которых запасы продукции резко сокращаются, делают это из-за существенного снижения продаж. Вместо того чтобы стать «звездами» с высокими прибылями, они оказываются на «задворках» рынка.

Как хорошо знают читатели наших обзоров и все здравомыслящие инвесторы, отдельные примеры ничего не доказывают. Разнообразие рынка акций настолько велико, что можно подобрать примеры, подтверждающие любые обобщения. Для того чтобы дать обоснованное заключение, нужно, чтобы научное исследование этой проблемы провел человек, разбирающийся в бухгалтерском учете, статистике и практике инвестиций.

К счастью, такое исследование провел Джэкоб Томас, профессор бухгалтерского учета и финансов Колумбийского университета в Нью-Йорке, вместе со своим бывшим студентом

Хуай Жангом, который теперь стал профессором Иллинойского университета.

## Пустые склады – рост акций

Томас и Жанг в статье *Inventory Change and Future Returns* (Изменение запасов продукции и будущие доходы) использовали как отправную точку хорошо документированную закономерность, проявляющуюся в том, что стоимость акций компаний снижается после того, как их доходы, рассчитанные по методу «наращения», превышают реальные кассовые доходы\*. «Наращенные» доходы (*accrued earnings*) — это сведения, которые сообщаются в ежегодном отчете и средствах массовой информации. Основная их особенность заключается в том, что в наращенных доходах учитываются поступления от контрактов, которые заключены юридически (но деньги от них еще не поступили), и затраты соотносятся в том числе с такими сделками. Кассовые же доходы учитывают только такие продажи, по которым уже получены платежи и оплачены расходы. Начиная с 1988 года от компаний требуют показывать в отчетах о движении денежных средств, которые предоставляются аудиторам, и кассовые, и наращенные доходы.

Все больше и больше инвесторов и аналитиков обращают внимание на отчеты о движении денежных средств. Томас, иммигрант из Индии, и Жанг, иммигрант из Китая, внесли существенный вклад в финансовый анализ, проведя систематическое исследование того, какие элементы из отчетов о движении денежных средств лучше всего предсказывают будущие прибыли. После того как они проанализировали 39 315 наблюдений за период с 1970 по 1997 год, исследователи сделали вывод, что «изменения товарных запасов оказались тем показателем, который демонстрирует наиболее значимую и последовательную связь с будущими прибылями».

---

\* Jacob K. Thomas and Huai Zhang. *Inventory Changes and Future Returns*, working paper, December 2001.

Компании, которые продемонстрировали самое существенное сокращение товарных запасов (по отношению к активам), показали результаты, с учетом повышения стоимости акций и дивидендов, на 4% выше, чем средние по всем компаниям. И напротив, компании с наибольшим увеличением товарных запасов показали результаты на 7% хуже, чем средние. Эти различия были значимыми для 27 из тех 28 лет, которые анализировались в исследовании. Общепринятые статистические критерии значимости показывают, что вероятность того, что такое событие случайно, очень мала — ниже, чем один на тысячу.

Удивительно, но доходы компании еще через год после снижения товарных запасов также оказались на 4% выше средних.

Есть еще два элемента бухгалтерских отчетов, которые помогают предсказывать прибыли, хотя их прогностическая сила существенно меньше, чем у динамики товарных запасов: это издержки на амортизацию (чем они выше, тем выше прибыли) и рост дебиторской задолженности (чем он ниже, тем лучше для прибылей). Два этих показателя также приводят к 4%-ной разнице в приросте цен акций между компаниями, в которых они принимают положительное значение, и теми, в которых они отрицательны.

Почему динамика запасов оказывается настолько важной? Профессора предлагают три возможных объяснения.

1. **Изменения спроса.** Высокие запасы могут быть признаком снижения спроса и угрозы для будущих прибылей.
2. **Перепроизводство.** Для производственных фирм выпуск большего количества продукции, чем планировалось, приводит к снижению себестоимости и затрат в данном году и, следовательно, к более высоким прибылям. Ситуация становится неблагоприятной в следующем году, когда приходится выпускать меньше единиц продукции, чтобы вернуть запасы к нормальному уровню.

3. **Манипуляции.** Фирмы могут использовать информацию о запасах, чтобы манипулировать прибылями. Себестоимость пригодных для реализации товаров, которыми компания располагала в данном отчетном периоде, определяется величиной запасов на конец предыдущего отчетного периода и затратами для производства или приобретения товаров в текущем отчетном периоде. В конце налогового периода себестоимость пригодных для реализации товаров нужно отнести либо к себестоимости уже реализованных товаров, либо на счет товарных запасов на конец налогового периода. Если вы выбираете второй путь, то себестоимость проданных товаров будет занижена, а прибыли — завышены. На следующий год товарные запасы списываются, и можно показать прибыли.

Профессора сделали вывод, что манипулирование прибылями — это вполне вероятная причина, однако они не относят обнаруженное ими влияние динамики товарных запасов на прибыли исключительно к этому обстоятельству. «Рассмотрим следующий сценарий, — написал Томас в письме, которое прислал нам по электронной почте. — Компания Cisco работает на полную мощность, выпуская маршрутизаторы и другое сетевое компьютерное оборудование. Происходит неожиданное падение спроса, но они думают, что смогут его преодолеть. Ситуация становится достаточно серьезной, и им бы следовало списать часть товарных запасов, которые уже не удастся продать, но они настроены чересчур оптимистично. Через год после накопления нереализованных товарных запасов они наконец признают, что дела идут плохо, списывают нереализованную продукцию, и прибыли падают. Вы бы расценили их нежелание списывать готовую продукцию как манипулирование прибылями? Некоторые люди назовут это просто оптимизмом по отношению к перспективам компании».

Жанг родился в Китае. Он получил степень бакалавра в Пекинском университете, а потом приехал в США, где получил



докторскую степень. «Когда я поступил в аспирантуру Колумбийского университета по специальности бухгалтерский учет, я слепо доверял любым цифрам из бухгалтерских отчетов, — сказал нам Жанг. — Через четыре года, когда я закончил аспирантуру, у меня появился здоровый скептицизм. Гибкость системы ГААР дает возможность менеджерам компании манипулировать прибылями, когда боязнь негативной реакции инвесторов в том случае, если результаты компании окажутся хуже, чем прогнозы аналитиков, толкает их на это. Наша с Джейком статья согласуется с представлениями о том, что менеджеры вводят инвесторов в заблуждение, манипулируя прибылями при помощи товарных запасов. Это еще одно подтверждение для моих изменившихся взглядов на мир: бухгалтерские отчеты могут быть лживыми».

Много золотых россыпей спрятано в отчетах компаний о движении денежных средств. На практике, однако, инвесторы сталкиваются с проблемами, в которых могут разобраться только самые искушенные бухгалтеры, да и то не без труда.

Томас, который считается одним из самых авторитетных экспертов в сфере бухгалтерского учета, писал: «Внимательное изучение отчетов о движении денежных средств и примечаний к ним — это тяжелая, но полезная работа. Это приходится делать старым способом, но другого выхода нет. К несчастью, эти данные часто так запутаны, а порой и сознательно искажены, что большинство из нас не может в них разобраться, даже перечитав их несколько раз».

## Путаница Compustat

Доказательства того, что нужно ориентироваться на кассовые прибыли с учетом товарных запасов, а не на наращенные прибыли, представляются непоколебимыми, но не спешите: в исследовании Томаса — Жанга использовалась информация из базы данных Compustat компании Standard and Poor's. Несмотря на то что данные Compustat широко используются, они вы-

зывают у нас сомнения из-за их ретроспективного характера и возможностей «ошибки выживания», обсуждавшейся ранее.

Профессор Эндрю Лоу из Массачусетского технологического института, один из наиболее уважаемых экспертов в этой сфере, указал, что Compustat со временем подвергает свои данные ревизии, что создает массу проблем для исследователей. «Если вы используете Compustat, — написал нам Лоу, — то сегодняшние данные об оборотных средствах компании IBM в 1997 году могут отличаться от тех, что были опубликованы в прошлом месяце. Это постоянная проблема с данными Compustat, включая текущий месяц. Прodelайте следующее (я сам это уже делал): в текущем месяце сохраните в отдельном файле все данные Compustat за октябрь 2001 года, затем сделайте то же самое для той же самой даты через месяц и сравните эти два файла, переменную за переменной. Вы найдете в этих файлах, которые по идее должны быть идентичными, штук двести, если не больше несоответствий. Не говоря уже о качестве данных, пробелах в них и не всегда своевременном их обновлении».

Другая потенциальная проблема связана с тем, что Томас и Джанг анализировали множество переменных в балансовых отчетах и использовали разные методы их расчета, перед тем как остановиться на том, что представлено в их статье. Такой подход может вызвать ряд статистических ошибок, связанных с корреляциями между собой различных показателей, а также автокорреляцией этих переменных в различные годы.

Томас сказал, что ревизии данных Compustat могут быть потенциальной проблемой, но, по его мнению, в последние годы ее острота снизилась. «Насколько я знаю, — написал он нам, — последний раз такая крупномасштабная ревизия проводилась в 1970-х». Он добавил: «Для меня существуют две большие проблемы: (1) Почему рынок не замечает подобных искажений, пока они не станут совершенно очевидными в следующем квартале? (2) Происходит ли это сейчас?»

К кому вы обратитесь за новыми научными данными? Конечно, к знакомой вам парочке спекулянтов. Мы вооружились

карандашом и проверили, сохранилась ли в последние годы обратная взаимосвязь между товарными запасами и дебиторской задолженностью, с одной стороны, и будущей стоимостью акций, с другой.



## Доу

Поскольку это было предварительное исследование и мы хотели использовать данные об относительно однородной выборке, мы ограничили наше исследование тридцатью компаниями, которые входят в индекс Доу – Джонса. Эти компании очень важны сами по себе, потому что на них приходится около 28% стоимости всех американских открытых акционерных компаний.

Мы отобрали по пять лучших (с наибольшим снижением товарных запасов и дебиторской задолженности) и худших (с наибольшим ростом этих показателей) компаний в 1998 году и сравнили результаты двух этих групп в 1999 году. Потом мы сделали то же самое для лучших и худших по тем же показателям компаний в 1999 году. Результаты представлены в табл. 17.11.

Они показывают, что в следующий после увеличения товарных запасов и дебиторской задолженности год инвестиции в акции данных компаний принесли убытки в размере около 10%.

**Таблица 17.11. Совокупный доход на инвестиции в акции компаний (%)\***

	2000	1999
5 самых больших увеличений складских запасов	-7	-17
5 самых больших уменьшений складских запасов	-1	12
5 самых больших увеличений дебиторской задолженности	-1	-18
5 самых больших уменьшений дебиторской задолженности	4	6


\* Прирост цены акций + реинвестированные дивиденды.

А для компаний, снизивших эти показатели (товарные запасы и дебиторскую задолженность), результаты следующего года были относительно хорошими: доход на инвестиции в их акции составил примерно 5%.

Поскольку анализировались данные только по двадцати компаниям, их стандартное отклонение было очень большим, и, учитывая, что они подвержены влиянию меняющихся циклов рынка, их уровень статистической значимости невысок: вероятность получить такие результаты равна одному шансу из двадцати.

Тем не менее мы делаем вывод, что, если вы хотите успешно играть на фондовом рынке, вам стоит познакомиться с данными о товарных запасах и дебиторской задолженности интересующих вас компаний.

## Система, которая подскажет



Награды для тех, кто действительно умеет находить отличные возможности для инвестиций, никогда не были так высоки, как сегодня, однако любимые индикаторы подобных возможностей, такие как выкуп собственных акций и инсайдерские покупки, слишком часто приводят к ошибкам. Если использовать цитату из нашего любимого научно-фантастического романа *Invasion of the Body Snatchers* (Вторжение похитителей тел), некоторые компании, которые вроде бы соответствовали нашим критериям, «только выглядели, говорили и действовали» так, как будто их акции имеют потенциал роста.

Мы сконструировали новую систему для того, чтобы разоблачать обманщиков. Начали мы с того, что решили изучить фальсификаторов в жизни и природе. История авантюриста Луи де Ружемена, действовавшего в 1890-х годах, особенно нас вдохновила. Как рассказывает Сара Бертон в своей увлекательной книге *Impostors: Six Kinds of Liar — True Tales of Deception* (Обманщики: Шесть видов лжецов — подлинные


истории обманов), де Ружемен утверждал, что сумел целых тридцать лет прожить в австралийской пустыне потому, что убедил тамошних людоедов, что обладает сверхъестественной силой. В конце концов, он сумел добраться до Лондона и продал свою историю журналу *Wide World*.

Когда история была опубликована в первый раз, она вызвала недоверие. Многие потешались над рассказом де Ружемена о том, как он ездил верхом на морской черепахе. Один австралиец писал: «Я поймал тысячи черепах и знаю, как с ними обращаться. Но я в жизни не видел ни одной черепахи, которая после того, как к ней прикоснулись, тут же не нырнула бы практически вертикально». Но нашелся и человек, адмирал, который выступил в защиту де Ружемена: «У меня большой опыт ловли черепах, и я знаю одного гардемарина, который забрался на черепаху и проехал на ней десять минут, прежде чем животное остановилось». В 1906 году самозванный вождь каннибалов проехал верхом на черепахе на Лондонском ипподроме, посрамив малOVERов. Только вот к этому времени одному репортеру удалось выяснить, что человек, выдававший себя за Ружемена, был на самом деле склонным к фантазиям камердинером, а его настоящее имя было Луи Грин.

Прочитав историю де Ружемена, мы поняли, что одной проверки достоверности езды на черепахе недостаточно, чтобы не оказаться одураченным. Это стало еще более ясным, когда мы прочитали о практикуемых абсолютно безобидными с виду растениями циничных и беззастенчивых обманах, ставка в которых — жизнь или смерть.

Европейские орхидеи не только внешне похожи на пчел, они еще и пахнут, как пчелиные матки, готовые к спариванию, — и все для того, чтобы привлечь трутней, которые переносят их пыльцу. Возбужденный трутень, который ползает по соблазнительному цветку, стремясь вступить в брачный союз, быстро обучается не верить обманчивому аромату, но 100 других видов орхидей столь же коварны.

«После посещения четырех или пяти различных растений трутень усваивает урок: все растения, имеющие запах подобного типа, бесполезны, и он больше к ним не прилетает, — пишет Дэвид Аттенборо в книге *The Private Life of Plants* (Частная жизнь растений). — Но к этому времени он обычно уже успевает сделать все, что от него требовалось орхидеям».

То же происходит и с инвесторами. Их привлекают компании, выкупающие свои акции, или компании, топ-менеджеры которых покупают акции своих компаний, но  потом неожиданно появляется информация о скрытых долгах, искусственно раздутых прибылях или бухгалтерских трюках после покупки других компаний. После нескольких подобных неудач инвесторы могут вообще решить не иметь дела с акциями, но к этому времени они уже сделали свой вклад в развитие инфраструктуры рынка.

Некоторые растения практикуют еще более опасный обман, притворяясь пищей для хищника, а потом делая самого хищника своей жертвой. Плотоядные растения из Юго-Восточной Азии похожи на бокалы для шампанского, графины, бутылки. Они привлекают насекомых нектаром, а потом, когда жертвы попадают в ловушку, переваривают их.

Для того чтобы нас не одурачили, не соблазнили и просто не съели живьем из-за неверного выбора акций, мы решили не покупать, не получив одновременно нескольких сигналов к покупке. Наши надежды на выживание в борьбе за существование связаны с тем, что никакое живое существо (мы надеемся, что и компания тоже) не сможет потратить достаточно энергии, чтобы фальсифицировать все возможные сигналы.

## Правило трех сигналов

Мы решили остановиться на трех индикаторах, которые оказались наиболее эффективными:

1. Объявление о выкупе собственных акций.
2. Крупное сокращение товарных запасов.

### 3. Крупное сокращение дебиторской задолженности.

Как уже сообщалось, компании, объявившие обратный выкуп акций в период с конца 2000 года до 3 октября 2002 года, показали результаты на 6% лучше, чем компании S&P 500 в среднем. Пять компаний из входящих в индекс Доу – Джонса, у которых в 1998 и 1999 годах произошло самое большое сокращение товарных запасов, опередили компании, больше всего увеличившие товарные запасы, в среднем на 10%.

Перед тем как выбрать эти индикаторы, мы протестировали множество других, но все эти тесты, как говорят ученые, дали негативные результаты. Компании, скупающие свои акции, показали такие хорошие результаты, что использование дополнительных критериев мало что прибавляет. Например, мы обнаружили, что доля акций, выкупленных компанией, а также инсайдерские покупки почти не влияют на результаты акций этой успешной группы компаний в 2002 году.


Наше предварительное исследование показало, однако, что 93 компании, которые объявили о выкупе своих акций в первые три квартала 2002 года и одновременно существенно сократили товарные запасы и дебиторскую задолженность, показали несколько лучшие результаты, которые и приведены в табл. 17.12.

Было бы полезно проанализировать динамику акций компаний, которые соответствуют всем трем указанным выше

**Таблица 17.12. Результаты компаний, объявивших о выкупе своих акций и одновременно сообщивших о снижении складских запасов и дебиторской задолженности**

Компании, объявившие о выкупе своих акций	Преимущество по доходности над компаниями S&P 500 в 2002 году (в %)
10 компаний с наибольшим сокращением запасов	3 процентных пункта
10 компаний с наибольшим сокращением дебиторской задолженности	1 процентный пункт

критериям, в будущем, но потребуются много времени, пока удастся получить статистически значимые и полезные на практике результаты. Когда мы представили эти результаты в серии обзоров по проблемам фундаментального анализа на сайте CNBC Money, некоторые читатели отнеслись к ним с иронией. В конце концов, Вик долгое время играл на рынке, ориентируясь на динамику цен, а не на финансовые отчеты компаний и выплаты дивидендов. Один из читателей написал нам: «Спекулянт, рассуждающий о дивидендах как важном критерии инвестиций! Теперь уж точно небо упадет на Землю».

В этом наблюдении есть рациональное зерно. Если уж  люди, подобные Вику, готовы изучать фундаментальные факторы, это значит, что скоро наступит время для технического анализа. *Однако никогда не лишне разобраться в балансовых отчетах компаний.* Если инвесторы и могут сегодня достичь согласия в чем-то, так это в том, что нужны ясные, достоверные финансовые отчеты, которые могли бы восстановить доверие к корпоративной Америке. Хотелось бы, чтобы топ-менеджеры крупных компаний откликнулись на это предложение, тогда не будут возникать подозрения, что они манипулируют прибылями, и это принесет пользу как всему миру бизнеса, так и их собственным акционерам.

Кажется, что времена, когда компания могла заслужить одобрение, проделывая различные фокусы для того, чтобы ее реальные прибыли соответствовали прогнозу (например, продавая часть своего бизнеса), уже позади. Но, очевидно, не все компании с этим согласны.

Например, 25 сентября 2002 года корпорация General Electric объявила, что в третьем квартале ожидает получить прибыли на запланированном уровне. «Отлично», — ответил рынок. Акции General Electric поднялись на 4,3%. На следующий день во время пресс-конференции выяснилось, что прибыли будут получены при помощи продажи одного из подразделений кор-



порации — Global eXchange Services. Разочарованные инвесторы сразу «опустили» акции General Electric на 2,3%. В пятницу, когда стало известно, что General Electric одолжила покупателю деньги для этой покупки, все были просто возмущены нелепостью этого решения. За две торговые сессии акции корпорации GE упали на 9%, и капитализация самой дорогой в мире компании снизилась на 25 млрд долл.

Возможно, у корпорации General Electric были чрезвычайно убедительные причины для подобной сделки, но поскольку представители компании отказались дать нам интервью и посоветовали вообще больше к ним не обращаться, мы не сможем вам ничего об этом сообщить. Абсолютно ясно, что данное решение менеджеров General Electric дорого обошлось акционерам компании именно тогда, когда безупречная репутация компании была важнее, чем когда-либо.

Можно привести и другие подобные примеры. В феврале 2002 года акции корпорации IBM упали на 5%, после того как газета *New York Times* сообщила, что компания использовала продажу одного из своих подразделений, чтобы снизить операционные расходы в IV квартале, вместо того чтобы показать эту продажу как единовременную неповторяющуюся сделку. Крах компаний Enron, WorldCom и Arthur Andersen после разоблачения фальсификации прибылей и других обманов заставил инвесторов с подозрением относиться даже к компаниям, обладающим безупречной репутацией, практически неограниченным притоком денежных поступлений от коммерческой деятельности и самыми разнообразными единовременными доходами.


Умение менеджеров корпорации General Electric управлять прибылями компании так, чтобы они соответствовали прогнозам аналитиков, было известно давно, и до последнего времени это всячески одобрялось. Кэрол Лумис в статье, появившейся в журнале *Fortune* в августе 1999 года, сообщила, что после публикации в 1994 году на первой полосе *Wall Street Journal* статьи, в которой рассказывалось, как Уэлч и его ко-

манда «сглаживали» чистые прибыли корпорации General Electric, в редакцию позвонили представители компаний AIG, Champion International и Cigna и сказали: «Ну да, это обычная практика. Что здесь такого, чтобы опубликовать статью об этом на первой полосе?» (Мы подозреваем, что менеджеры многих других компаний прочитали эту статью именно для того, чтобы узнать, как проделывать подобные трюки.)

Руководитель SEC (Комиссии по ценным бумагам и биржам) Артур Левит объявил войну фальсификации прибылей в сентябре 1998 года. Во время его речи на обеде в Нью-Йоркском университете слушатели отложили в сторону вилки и начали конспектировать, когда Левит сказал, что многие топ-менеджеры и аудиторы разыгрывают целые комбинации, чтобы получить прогнозируемые прибыли или превысить прогноз, раздуть капитализацию компании и свои премии. Левит попросил корпоративную Америку и Уолл-стрит перестать использовать бухгалтерские трюки: крупные списания для реструктуризации издержек, перенос текущих издержек в будущие балансы, перестройки «в процессе», чтобы будущие прибыли лучше выглядели, припрятывание прибылей, чтобы отчитаться о них в нужный момент, учет прибылей от продаж до того, как произведена поставка, препирательства относительно того, каким должен быть обман, чтобы можно было привлечь за него к ответственности по общепринятым принципам бухгалтерского учета (GAAP).

Игра в «прибыли выше ожидаемых» долгое время была любимым занятием корпораций и их «группы поддержки» с Уолл-стрит. Что бы ни случилось — рецессия, бум, самое значительное повышение учетных процентных ставок за столетие, атаки террористов, — около 60% компаний S&P 500 постоянно «добивались» лучших результатов, чем прогнозировали аналитики. Вот процентное распределение этих позитивных неожиданностей для компаний S&P 500 с 2000 по 2002 годы:

II КВАРТАЛ	2002	60,1%
I КВАРТАЛ	2002	62,1%
IV КВАРТАЛ	2001	55,3%
III КВАРТАЛ	2001	51,2% (хотя страна была парализована на две недели после атаки террористов)
II КВАРТАЛ	2001	55,2%
I КВАРТАЛ	2001	54,4%
IV КВАРТАЛ	2000	51,0%
III КВАРТАЛ	2000	58,2%
II КВАРТАЛ	2000	63,7%
I КВАРТАЛ	2000	70,7%

Вопрос не в том, играют ли топ-менеджеры и аудиторы друг с другом в поддавки, а в том, насколько им удастся ввести вас в заблуждение перед тем, как все лопнет. 

Нам интересно, сколько еще компаний задумываются о том, не продать ли одно из своих подразделений или другие активы, приобретенные несколько лет тому назад, чтобы показать прибыли. Будем надеяться, что опыт корпорации General Electric их чему-то научит. В противном случае может произойти так, что придет время, когда их кредит доверия будет исчерпан. Если они будут соответствовать новым критериям оценки, успех гарантирован, если нет — инвесторы вообще перестанут верить любым официальным финансовым отчетам.

Похожие критические ситуации складываются и в политике. Если разрыв между словом и делом становится таким вопиющим, что даже сторонники не могут его не заметить, политик начнет терять свое влияние и власть. В спорте скандал во время зимних Олимпийских игр в Солт-Лэйк-Сити косвенно помог фигуристке Саре Хьюс получить давно заслуженное ею признание. По мнению спортивного обозревателя Рика Райли, она уже была некоторое время сильнейшей в Соеди-

ненных Штатах, но только после «публичной порки» судей по итогам соревнований в парном катании на Олимпиаде они наконец справедливо оценили программу Сары.

К несчастью, простого обещания все исправить недостаточно, когда доверие серьезно подорвано. В период с середины июля до начала октября 2002 года более 50 компаний пообещали включать расходы на «бонусные» опционы в отчеты, ответив на призыв сделать более прозрачными отчеты о текущих расходах. Мы сравнили поведение акций этих «прозрачных» компаний с индексом S&P 500 и увидели, что в среднем они проиграли индексу 3%. Цены акций 52 компаний, которые пообещали стать «прозрачными», упали на 9,6%, а S&P 500 — на 6,4%.

Отец Вика, Арти Нидерхоффер, всегда говорил, что, когда есть выбор, дать ли попавшим в беду людям деньги или совет, всегда нужно выбрать деньги. Совет Арти уместен и сегодня. В трудные времена деньги нужны в первую очередь. Мы надеемся, что индикаторы, о которых мы писали в этой главе, будут для вас полезны и помогут вам их заработать.

## Глава 18

# Финал

*Я понял, что мне следует воспользоваться опытом всех тех, кто готов им поделиться, — будь то исследователи, эмигранты, миссионеры или солдаты, собрать разрозненный опыт таких людей, приобретенный в разных обстоятельствах, сравнивать и обобщать, исследовать его принципы и вывести то, что можно будет по праву назвать «Искусством путешествовать».*

Фрэнсис Гальтон, *The Art of Travel*  
(Искусство путешествовать)\*

**Н**ам постоянно задают четыре вопроса:

1. Существуют ли какие-то технические индикаторы, которые можно использовать в работе?
2. Где вы находите всех этих доморощенных философов и ученых, которые, судя по их профессии, совершенно заурядны, однако оказывается, что у них имеются странные, но полезные идеи о рынке?

---

\* Francis Galton. *The Art of Travel*. — London: John Murray, 1883.

3. Как вы можете говорить такие ужасные вещи об Алане Гринспене? Неужели вы до такой степени «быки», что не можете понять: фондовый рынок был искусственно раздут?
4. Какую книгу вы можете мне порекомендовать для дальнейшего образования, после того, как я прочитаю эту?

Мы ответим на все эти вопросы.

## Технические индикаторы

Как уже отмечалось в третьей главе, существует так много технических индикаторов, что в любой период времени всегда кажется, что какой-то из них хорошо работает. Поэтому, когда мы отвечаем, что практически ни один технический индикатор не проверялся по научной методике, что многие из них не имеют точного определения и поэтому их нельзя проверить, что результаты, которые они предсказывают, абсолютно случайны, человек, которому удалось удачно использовать какой-то из индикаторов в определенный период времени, нам не верит.

Вот что мы можем добавить. Совсем не для того, чтобы хвастаться, мы сообщаем вам, что Вик занимается программированием более 40 лет и поэтому вполне может протестировать любой индикатор или метод. Все эти годы он пользовался уважением и влиянием в своей отрасли, и к нему часто приходили технические аналитики, предлагавшие финансировать или тестировать созданные ими системы. Это происходило особенно часто, когда он работал главным научным консультантом и специалистом для Сороса, потому что, если бы какая-то система тогда показала свою работоспособность, в нее могли бы инвестировать миллиарды.

Последние 40 лет Вик каждый час вручную фиксировал текущие цены 15–20 фондовых рынков. Одна из его записных книжек, датированная 1965 годом, была показана в Японии

во время посвященной ему телепередачи. В Японии самураи, оставшиеся без покровителя, отправлялись на гору Фуджи в поисках наставлений и поддержки. В телепередаче показали, как Вик с той же целью просматривал свою старую записную книжку, в которой были зафиксированы ежечасные изменения цен.

Все три университета, в которых ему посчастливилось учиться, — Гарвард, Чикагский университет и Беркли — известны плодотворными исследованиями динамики цен акций. В Чикагском университете, где он получил степень доктора, была создана база данных, которая используется практически во всех исследованиях динамики цен фондового рынка, — Center for Research in Securities Prices (Центр исследования стоимости ценных бумаг). Из двенадцати Нобелевских премий, присужденных по экономике, десять связаны с Чикагским университетом, включая модель опционных цен Блэка — Шоулза, исследования стоимости капитала и дивидендов Миллера — Модильяни, работы Алибера по валютному рынку, теорию рациональных ожиданий Лукаса. Теория страхования инвестиционного портфеля, которая приобрела большую известность после краха рынка в 1987 году, была разработана в Чикагском университете как раз в то время, когда там находился Вик.

В дополнение ко всему сказанному выше, Вик всегда умел привлекать в свою организацию умных людей. Почти все они хорошо разбираются в количественном анализе. Ричард Зекхаузер, который сейчас считается лидером в исследованиях «финансового бихевиоризма», двадцать лет был партнером Вика. В те дни он всегда был готов использовать свои знания математической статистики (он еще в школе был лучшим по этому предмету) в исследованиях технических проблем. Вик вместе с его исключительно интеллектуальными прежними и нынешними партнерами имеет возможность внедрить и использовать на практике любой прием технического анализа, который обладает какими-то достоинствами.

Поэтому тот факт, что мы не используем какую-то конкретную систему, означает, что она была подвергнута серьезной проверке по многим показателям и ее достоинства не подтвердились. Таким образом, мы совсем не те люди, у которых стоит просить рекомендовать для использования один из 573 технических индикаторов.

После всего этого беседа обычно быстро заканчивается, и собеседник уходит, ворча: «Чертов Нидерхоффер слишком тщеславен, чтобы даже рассматривать какую-то систему, которую не он сам придумал».

## **Где мы находим всех наших экспертов?**

Многие ценные идеи, содержащиеся в наших обзорах и в этой книге, приносят нам сеть контактов с нашими экспертами, обладающими ценными знаниями в самых различных областях и разбросанными по всему миру.

Когда мы стали вместе писать обзоры фондового рынка в январе 2000 года, мы поняли, что никакой дуэт, как бы хорошо ни были информированы его участники, не может обладать всеми необходимыми знаниями о рынке. Великий урок XX столетия заключается в том, что центральное планирование экономики приводит к бедности, а вот комбинация вкусов, предпочтений, знаний и идей миллионов людей каким-то образом направляет потоки товаров на полки магазинов и на стол потребителям во всем мире, создавая прекрасную картину процветания и благоденствия.

Поскольку мы писали для Интернета, мы решили полностью использовать его преимущества. Великим открытием Хайека была идея о том, что свободный рынок работает успешно, потому что он использует знания, мудрость и навыки множества людей. Мы на практике использовали эту идею, попросив наших читателей поделиться с нами своими идеями, и результаты превысили наши самые смелые ожидания.

Часто случается, что эксперт в той или иной области присылает нам конструктивные предложения о том, как мы мо-



жем улучшить информативность наших обзоров и поделиться ценной и своевременной информацией с нашими читателями. Мы учредили приз, который посылаем нашим читателям, приславшим наиболее ценные предложения. Это трость. Мы выбрали такой приз как дань уважения нашей любимой книге *Twenty-Eight Years in Wall Street* (Двадцать восемь лет на Уолл-стрит), написанной Генри Клеусом в 1887 году:

Но не многие приобретают на Уолл-стрит достаточный опыт, чтобы добиться успеха даже тогда, когда одной ногой уже стоят в могиле. Когда же такое время приходит, эти заслуженные ветераны Уолл-стрит обычно большую часть времени отдыхают в своих комфортабельных домах, но во время биржевой паники, которая обычно случается чаще, чем раз в год, вы можете увидеть этих стариков, ковыляющих, опираясь на свои трости, по Уолл-стрит в офисы брокеров.

Затем они всегда покупают хорошие акции, в таких количествах, которые позволяют их средства, накопленные именно для таких чрезвычайных ситуаций. Паника обычно продолжается достаточно долго, чтобы все они успели купить акции, которые позволят им затем «сорвать хороший куш». Когда паника заканчивается, эти пожилые джентльмены, спокойно отдохавшие, ожидая неизбежного подъема, который происходит с регулярностью смены времен года, быстро продают свои акции и кладут вырученные деньги в банк, или приобретают недвижимость, или делают еще какие-то долговременные инвестиции. Потом у них снова начинается период спокойного отдыха в их замечательных домах в окружении их счастливых близких\*.

Первую трость мы послали Бретту Стинбарджеру, психологу из Государственного университета Нью-Йорка, который стал нашим бесценным другом. 25 февраля 2000 года, всего за две недели до того, как Nasdaq достиг пикового значения 5048 пунктов, доктор Бретт написал:

Прежде всего, поздравляю: Вы с Виком написали один из самых ярких и наводящих на размышления обзоров. Ваши аналогии между музыкой и рынком — просто находка.

---

\* Henry Clews. *Twenty-Eight Years in Wall Street*. — New York: J. S. Ogivi, 1887.

Теперь моя история (о любимом индикаторе):

Я предлагаю чисто спекулятивную гипотезу о том, что есть позитивная и значимая корреляция между количеством ударов в минуту в ритме популярной в данный период музыки и динамикой цен на фондовом рынке. В блюзах, ставших популярными после Великой депрессии, песнях вокалистов-шептунов сороковых, рок-н-ролле пятидесятых и шестидесятых, психоделической музыке конца шестидесятых — начала семидесятых, диско конца семидесятых, новой волне восьмидесятых и сегодняшнем электронном танцевальном рэйве (150 ударов в минуту) мы видим последовательный рост количества «акустического адреналина». А какой вывод мы должны сделать из недавнего возрождения танцевальных ритмов двадцатых годов?

В следующем письме, присланном по электронной почте 2 марта, он добавил:

Музыка рынка достигла сверхбыстрого темпа, по крайней мере, это относится к Nasdaq. Но даже в танцевальных клубах Ibiza, где ритм к четырем утра становится просто лихорадочным, они снижают темп и переходят в режим «мелодичного трансa» под песни Роберта Майлса. Это, как мне кажется, та самая старая структура А-В-А... Иначе танцоры начинают спотыкаться, когда кончается действие экстази.

Мы ответили доктору Бретту и написали, что посылаем ему трость, а на следующий день получили такое письмо:

Ну это был и денек. Сначала Ваши великодушные оценки моего индикатора, а потом я пришел домой, открыл гараж, а там — написанный моими двумя детишками яркий плакат. Я прочел: «Поздравляем обладателя трости!» Этого было достаточно, чтобы растопить сердце самого сурового трейдера.

Мы рассказали эту историю в нашем обзоре, упомянув имена детишек доктора Бретта. Следующее электронное письмо от него растопило наши собственные сердца:

«Хотел бы я, чтобы Вы это увидели, — писал нам доктор Бретт. — Я подвел Макрэ к компьютеру и показал ему вашу статью. Когда он дочитал до той части, где упоминалось его имя, глаза моего сына округлились.

— Это значит, что любой человек в мире, который выходит в Интернет, может увидеть мое имя? — спросил он.

— Да, — ответил я.

Он отвернулся от компьютера, и его глаза, все еще широко распахнутые, уставились в пространство. Голосом, полным абсолютно изумления, он прошептал: «Я знаменит!»

Это был бесценный момент».

Один из читателей, Дон Старицка, прислал нам выдержки из своей книги *Devil's Stock Market Dictionary* (Дьявольский словарь фондового рынка). Это замечательный образец юмора, превосходящий даже сочинения Амброуза Бирса.

**Linux:** коллективистская религия конца XX века, практикуемая в Интернете.

**Акционерный капитал:** владение компанией при помощи покупки акций. Как акционер, владелец акций может получать выгоды от успехов компании, при этом ему не нужно приходить на совещания отдела, посещать корпоративные пикники или тренинги. Кроме того, не нужно проходить конкурс при поступлении на работу, поэтому вам не нужно беспокоиться о том, чтобы скрыть свое косноязычие или позаимствовать у кого-нибудь костюм.

**Возможность для покупки:** любая ситуация, когда ценные бумаги быстро и неожиданно падают в цене.

**Гудвилл:** разница между ценой, уплаченной за акции, и их настоящей стоимостью.

**Дивиденд:** утешительный приз.

**Игра против тренда:** решение об инвестициях, основанное на предположении о том, что все, что снижается, должно начать расти.

**Инвестиции в недооцененные акции:** решение об инвестициях на основе теории, что, если акции достаточно долго были дешевыми, их цена должна постепенно вырасти.

**Кондратьев:** согласно теории длинных волн Кондратьева, экономические циклы, которые продолжаются 50–60 лет, перевешивают все другие факторы и делают бессмысленными попытки противостоять неизбежным

подъемам и спадам. Эта теория объясняет, почему только сейчас, в начале XXI века, мы, наконец, начали выходить из катастрофической депрессии.

**«Копеечные» акции (Penny stocks):** исключительно недорогие ценные бумаги, ценность которых существенно меньше их стоимости.

**Коррекция:** горькая пилюля от «бычьей болезни». Когда стоимость всех ценных бумаг в каком-то секторе рынка (или на всем рынке) падает, говорят, что произошла коррекция рынка. Это значит, что высокие цены были некорректными. Сравните с **Ралли**.

**Открытие реестра после проведения IPO:** момент, когда все недавно размещенные акции вываливаются на вторичный рынок. См. **Предложение и Спрос**.

**Первичное размещение акций (IPO):** самая низкая цена, по которой можно приобрести акции новой компании до открытия вторичного рынка или пока не обнаружится реальный потенциал компании.

**Портфель:** каталог неудачных решений инвестора.

**Предложение и спрос:** единственное реальное объяснение стоимости ценной бумаги.

**Процентные ставки:** универсальное объяснение всего, что происходит.

**Ралли:** средство для борьбы с быстро размножающимся поголовьем «медведей». Когда стоимость всех ценных бумаг в каком-то секторе рынка (или на всем рынке) поднимается, говорят, что «на рынке ралли». Это значит, что низкие цены, установившиеся в результате коррекции, были некорректными. Ср. с **Коррекцией**.

**Сбалансированный портфель:** стратегия для того, чтобы ничего не потерять, ничего не заработав.

**Симпатия:** проявление скорби. Если акции теряют стоимость из-за плохого управления компанией или объявления о расследовании со стороны SEC, другие акции в

том же секторе могут обесцениться «из симпатии». См. **Возможность для покупки.**

**Следование за трендом:** решение инвестора на основе предположения, что то, что поднимается, будет и дальше подниматься.

**Стоп-лосс:** ценовой уровень, после достижения которого начинается устойчивый рост стоимости данной ценной бумаги.

**Сторонник теории противоположного мнения:** трейдер, играющий против тех, кто добивается успеха.

**Технический анализ:** вид гаданий, который практикуется инвесторами для того, чтобы предсказать поведение рынка. См. **Френология.**

**Френология:** наука, которая стремится определить черты характера и особенности поведения людей по выпуклостям и впадинам на их черепах. Сегодня дискредитирована. См. **Технический анализ.**

Мы начали с обмена электронными письмами с доктором Бреттом, Старицка и другими экспертами, которые нам писали. Сформировалась небольшая группа. Одним из первых участников был Марк М. Макнаб — любитель блюзов и барбекю, профессор финансов Технологического университета Вирджинии. Именно доктор Макнаб сформулировал подход, который стал нашей «мантрой»:

Стимулом для производственной специализации в западном обществе всегда было стремление улучшить свое общественное положение. Уолт Ростоу, историк и экономист, считает основным фактором успеха капитализма ранний рост производительности труда в сельском хозяйстве, который высвободил многих людей, занявшихся коммерцией и исследованиями, особенно естественнонаучными и технологическими.

Сегодня мы видим, что даже доминирующие фирмы, такие как Intel, заинтересованы в том, чтобы приобретать специалистов (и их знания) со стороны (несмотря на обилие талантливых сотрудников в самой фирме), для того чтобы удержать свои лидирующие позиции на рынке, изменяющемся с беспрецедентной в истории скоростью.

В финансах и бизнесе специализация требует разнообразных способностей и знаний, так как часто новые проблемы появляются в совершенно неожиданных сферах, и даже беглый просмотр личных дел сотрудников в лидирующей фирме или инвестиционном банке, какими бы узкоспециализированными они ни были, обнаруживает самые разные таланты, знания и способности.

Сегодня рынок часто создает такую «информационную насыщенность», что способностей одного человека, чтобы ее проанализировать, недостаточно. Необходимы усилия многих людей, чтобы понять и обобщить всю эту противоречивую информацию и организовать ее в рациональную систему. Проблема в том, что такая система не должна быть статичной. Она похожа на замок из песка, который каждый день смывают волны прибоя, а на следующий день он возводится заново в новой, измененной форме. Комбинируя разнообразные таланты многих людей, можно создать концепцию, которая будет богаче, чем точка зрения одного, пускай даже самого мудрого человека. Истина устанавливается благодаря обобщению прошлых и новых, сегодняшних идей. Ее нельзя найти, отвергая новое и придерживаясь жестких рамок какой-то концепции или идеологии.

Когда наша группа обменивающихся друг с другом мнениями спекулянтов выросла, один из читателей, Джеймс Корнелиус Голдкемп, хорошо знакомый с информационными технологиями, создал для нее дискуссионный форум SpecList (сокращение от «Speculator List» — «Форум спекулянтов»), чтобы все участники могли видеть приходящие к нам и посылаемые нами сообщения. Завязавшееся общение стало основой для дружеских и деловых отношений многих участников. Однажды летом мы решили встретиться и лично познакомиться с участниками форума SpecList. Эта встреча оказалась такой приятной и полезной, что стала традиционной и проводится каждое лето.

Форум принес нам огромную пользу. Большинство наших обзоров для CNBC Money включает идеи участников форума SpecList, часто с указанием их авторов. Некоторые участники форума пишут для нас целые «гостевые» колонки-обзоры. Мы были очень рады узнать, что доктор Бретт написал книгу и заключил контракт с издательством Wiley и что у него появилась собственная колонка-обозрение на сайте CNBC Money, хотя он и слегка опередил нас.

Именно доктор Бретт красноречиво объяснил, что такое форум SpecList:

«Святой покровитель» Форума спекулянтов — это не Виктор Нидерхоффер, хотя он и близок и дорог многим из нас. Наш святой патрон — это Фрэнсис Гальтон. Гальтон — отец современной математической статистики и пример для любого ученого-эмпирика. Он собрал данные о тысячах людей, для того чтобы установить генетические основы интеллектуальных качеств. Он не стал начинать с провозглашения «изначальных принципов», как это делают современные приверженцы эгалитарных взглядов. Он собирал данные и пытался объяснить те закономерности, которые можно было в них обнаружить.

Душа и сердце форума SpecList — эмпирический темперамент. Это стремление к открытиям и знаниям. Это торжество человеческой способности понимать действительность с помощью сознательных усилий. В нашем стремлении управлять рынком мы оказываемся в самом сердце героического проекта, цель которого — одержать победу в борьбе с могущественными силами. Этих сил множество: огромная сложность рынков, наши собственные эмоции, изобретательные конкуренты. Мы можем противопоставить этому только человеческий интеллект с его способностью трансформировать разрозненные данные в осмысленную информацию.

К 2002 году количество участников форума SpecList выросло до двухсот человек. Они живут по всему миру от Южной Африки до Словакии и Силиконовой долины в Калифорнии. Наш форум дал много «подфорумов» и ответвлений. Одно из них стало неформальной «Школой для спекулянтов», уникальным форумом по применению количественных методов для игры на рынке.

## Еще о постоянно меняющихся циклах

Одной из основных задач форума SpecList всегда оставалось стремление быть в курсе постоянно меняющихся циклов рынка. Как могут припомнить читатели первой книги Вика, этот принцип постоянно меняющихся циклов был впервые сформулирован Бэконом в книге *Secrets of Professional Turf Betting* (Секреты профессиональной игры на



ишпродроме), которая, к сожалению, больше не переиздается. Мы цитировали эту изданную в 1956 году классическую работу в начале нашей книги и не можем не обратиться к ней еще раз:

Во время реальных скачек процент выигрышей никогда не остается постоянным, потому что ставки публики сбивают цены на лошадей-фаворитов, которые выбраны по любой заранее продуманной схеме.

Некоторые состоятельные владельцы, которые заявляют на скачки своих лошадей при ставках три к одному, «теряют интерес», когда ставки падают до пяти к двум. Вместо того чтобы пытаться выиграть изо всех сил, они стремятся только к легкому выигрышу. Они говорят своим жокеям, чтобы те придерживали лошадей, если увидят, что выиграть легко не получится.

Владельцы лошадей знают, что такая тактика «придерживания» понизит интерес к лошади и публика не станет ставить на нее в следующий раз.

Мы думали, что невозможно найти лучшее объяснение цикличности, чем это, пока наш читатель Мартин Найт не предложил новую формулировку принципа меняющихся циклов как вариант принципа охлаждения Ньютона. Ньютон заметил, что изменения температуры объекта пропорциональны разнице между температурой объекта и температурой окружающей среды. Найт указывает, что циклы рынка подчиняются принципу охлаждения Ньютона: чем больше упорядоченности, чем выше разница между закономерными и случайными результатами, тем больше поступает на рынок денег инвесторов, которые хотят использовать эту закономерность. Этот приток постепенно разрушит закономерность в движении рынка и снова сделает его колебания случайными (приведет его к равновесию), так же как температура различных объектов в комнате постепенно выравнивается. Но после этого появятся новые источники тепла, которые создадут новые тепловые потоки. Замечательное качество этой новой формулировки Найта заключается в том, что она дает возможность количественной оценки уровня изменения циклов.

Найт, англичанин, живущий в Калифорнии, скромный 38-летний эксперт в области математической статистики, заинте-



ресовался применением теории финансового поведения для повышения эффективности своих собственных инвестиций. В 2001 году он добился 77% прибыли, а в 2000 году — 33%, хотя говорит, что удовлетворился бы и более скромными успехами.

Мы узнали о еще двух гениях, открывших возможности применения принципа постоянно меняющихся циклов к игре на рынке. Первый из них написал в конце 1986 года прогноз для журнала *Economist*. Этот автор, имя которого нам неизвестно, трактует данный принцип как вариант игры под названием «Обмани пророка». В этой игре, которая повторяется каждое десятилетие, все полагают, что какие-то легко растущие секторы рынка (если обратиться к современным примерам, — интернет-компании или производные ценные бумаги энергетических компаний) станут чрезвычайно прибыльными. Но в следующем десятилетии небольшие изменения цен и конкурентной ситуации, вызванные такими широко распространенными ожиданиями, превращают те самые ценные бумаги, которые, как ожидалось, принесут огромные прибыли, в абсолютно бесполезный и убыточный хлам. «Таким образом, как раз те сектора, которые, согласно прогнозу, должны были двигаться твердым и неизменным курсом, вдруг поворачивают в прямо противоположном направлении». Автор из журнала *Economist* называет этот принцип «законом противоположностей» и предсказывает, что знание этого закона может помочь читателям разбогатеть, особенно если большинство других читателей в него не поверят\*.

Еще через несколько лет этот принцип обнаружил Джулиан Саймон. Его открытие стало результатом попыток разобраться, почему цены на товары часто снижаются и почему прогнозы возникновения дефицита каких-то товаров всегда оказываются неверными. Он сравнил это с ситуацией, когда вы наблюдаете за уровнем воды в резервуаре и записываете его, а потом вдруг появляются люди с ведрами, вычерпывают воду и уносят

---

\* Heretics' Almanac, 1986–96 // *Economist*, December 20, 1986.

ее. Но, когда вы снова замеряете уровень воды, он вдруг оказывается более высоким, чем вначале. Саймон приписывает такой «подъем уровня воды» изобретению новых улучшенных методов производства дефицитных товаров и созданию товаров-заменителей. «Увеличение количества потребителей и их более высокие доходы в короткой перспективе могут вызвать дефицит, но он неизбежно приводит к росту цен. Высокие цены открывают выгодные возможности для инвесторов и заставляют искать новые решения. Эти новые решения, в конце концов, приводят к тому, что цены падают ниже того первоначального уровня, когда еще не было дефицита»\*.

Тринадцатого июля 2002 года мы получили замечательное письмо от неутомимого доктора Бретта, в котором он так красноречиво обобщил эволюцию его и наших взглядов на постоянно меняющиеся циклы рынка, что мы решили полностью привести это письмо:

#### **Снова о сложности торговых систем**

Мне кажется, что есть три распространенных мнения относительно финансовых рынков:

1. Они случайны и абсолютно непредсказуемы — это соответствует гипотезе об эффективном рынке и ведет к выводу, что усилия «переиграть» рынок напрасны и лучшая стратегия — это инвестировать в хорошо диверсифицированные индексы компаний на длительное время, чтобы без риска получить прибыли от роста рынка в длительной перспективе.

2. Они предсказуемы — это позиция большинства технических аналитиков и разработчиков торговых систем, которые верят, что могут использовать повторяющиеся закономерности динамики рынка, чтобы получить прибыль. Предполагается, что эти внутренние закономерности движения рынка отражают фундаментальные качества человеческой природы (например, жадность, страх) или законы природы (например, последовательность Фибоначчи).

3. Степень предсказуемости непостоянна — это позиция тех, кто моделирует рынки и модифицирует эти модели в зависимости от меняющихся циклов движения рынков. Сама предсказуемость рассматривается как одна из переменных. Считается, что степень пред-

---

\* Julian Simon. *The Ultimate Resource 2*. — Princeton, NJ: Princeton University Press, 1996.

сказуемости рынков непостоянна и существуют факторы, снижающие степень предсказуемости рынков.

Для трейдеров, занимающих третью позицию, любая торговая система должна быть построена как минимум на двух концептуальных уровнях. Система первого уровня — это набор факторов и гипотетические взаимосвязи между этими факторами и динамикой рынка. Система второго уровня состоит из набора условий для модификации параметров подсистемы первого уровня, в том случае, когда начинается новый цикл рынка.

Проще говоря, трейдеру, который придерживается концепции постоянно меняющихся циклов, нужны как минимум: (1) торговая система и (2) процесс, при помощи которого эту систему можно менять, когда с течением времени меняется распределение цен.

Конечно, можно создать еще и систему третьего уровня — правила для модификации подсистемы второго уровня, если существенно изменяются условия рынка.

Например, торговая система первого уровня может предписывать покупать, когда двенадцатидневный RSI пересекает уровень 30 снизу вверх, и продавать при пересечении уровня 70 сверху вниз. Система второго уровня будет представлять собой правила использования RSI другой длительности (например, 21, 12 или 8 дней), в зависимости от волатильности рынка или выраженности тренда. Система третьего уровня будет состоять из правил классификации рынков в зависимости от их волатильности и выраженности тренда и специфических правил для биржевой игры на каждом из типов рынка. Например: какой длительности RSI нужно использовать для рынка без выраженного тренда с высокой, средней или низкой волатильностью или в каких случаях необходимо использовать уровни 20 и 80 (или, например, 10 и 90) в качестве критических значений индикатора RSI для рынков с выраженным трендом и низкой, средней или высокой волатильностью?

При помощи разделения на концептуальные уровни и усложнения торговая система (как заметил Генри Карстенс) приобретает дополнительную адаптивность. Конечно, трейдер, который занимает третью позицию, не может использовать одну-единственную систему, потому что изменяющиеся циклы требуют создания целого «дерева» таких систем.

Несмотря на все сказанное выше, большинство обсуждений торговых систем затрагивает только первый уровень сложности — правила входа/выхода/остановки — и не затрагивает того, как эти правила должны модифицироваться, когда изменяются условия рынка. Поскольку второй концептуальный уровень отсутствует, можно ожидать, что трейдер, использующий какую-то конкретную систему, добьется хороших результатов при одном наборе условий рынка и плохих — при другом, что и происходит со многими трейдерами, кото-

рые заработали хорошие деньги в конце 1990-х годов, а сейчас переживают трудные времена.

Очевидное следствие эволюционного мышления предполагает, что трейдер, у которого больше разнообразных систем для разных уровней концептуальной сложности, имеет более высокие шансы добиться успеха на рынках. Дин Кит Симонтон подчеркивает это в своей замечательной книге *Genius, Creativity, and Leadership* (Гениальность, творчество и лидерство). Цитируя Дональда Кэмпбелла, он пишет:

Направление культурной эволюции сходно с направлением биологической эволюции. «Культурная приспособленность» и выживание индивидуального творца зависят от его способности предлагать масштабные идеи, каждая из которых представляет собой комбинации и перестановки малых идей. Чем больше таких комбинаций и перестановок создается, тем выше вероятность, что какая-то из них выживет и получит признание у потомков. Менее плодовитый индивид просто будет иметь меньшие шансы оставить интеллектуальное потомство, которое выживет в процессе естественного отбора.

Эта модель отчетливо демонстрирует, что качество — это вероятностное следствие количества...\*

Идея о том, что существуют различные типы рынка и различные системы торговли, подходящие для определенных типов рынка, дает большее количество комбинаций, чем представление о том, что существует единый набор параметров для всех типов рынков. Выдающийся швейцарский психолог Жан Пиаже считал, что увеличение сложности понятийного мышления — это признак зрелости интеллекта. Это также может быть признаком зрелости трейдера.

Вот письмо, присланное нам 26 июля 2002 года трейдером-ветераном из штата Флорида Джеймсом Лэки:

Мой отец изготавливал бойлеры, он был сварщиком. Когда я был ребенком, он учил меня никогда не смотреть на сварку, потому что можно повредить зрение.

Используя сварочную горелку, вы можете разогреть металл и придать ему нужную форму, или можно увеличить температуру и резать металл. Я понял, что то же самое происходит и с ценами акций.

Когда скорость движения цен акций увеличивается, они «прорезают» уровень сопротивления. А меньшая температура лишь понемногу разогревает и изгибает цены.

---

\* Dean Keith Simonton. *Genius, Creativity, and Leadership: Histrionic Inquiries*. — Cambridge, MA: Harvard University Press, 1984.

Я всегда отслеживал сводки цен. Я очень внимательно наблюдал за рынком целыми днями. В офисе шутили, что если слишком долго смотреть на экран компьютера, то можно превратиться во вредного клеца. Так могла бы сказать и моя бабушка.

Если появляется достаточно много сделок по какой-то цене, она разогревается и начинает светиться, как раскаленная полоса стали. Любой трейдер с более чем пятилетним опытом знает: если к ней притронуться — она обожжет. Таким образом, эта цена на время становится неприкасаемой, пока кто-нибудь не прибавит тепла и не «прорежет» ее.

Полезно знать, что эта цена раскаленной стали существует. Вы не сможете ее увидеть на графике, потому что она уже немного остыла и перестала светиться. Ничего не подозревающий трейдер притронется к этой цене и обожжется. Так будет, пока эту цену не прорежут сварочной горелкой, но к этому времени искры уже разлетелись, и дело сделано.

Однако через несколько минут цены уже остыли, и приказы на покупку отменены. Энергия, необходимая, чтобы прорезать эту цену, изменяется с течением времени. Не стала ли тверже сталь после предыдущего разогрева? Труднее ли прорезать цены акций, торги по которым проходят более энергично? Можно ли «выковать» цены, как сталь, чтобы они стали сверхтвердыми?

После того, как цена пробита, она уже повреждена. Для того чтобы «починить» и восстановить цену, нужен совершенно другой процесс, вроде сварки стали, применяемой для ремонта. Сварочный шов значительно тверже, чем первоначальная сталь или цена акций.

Я обжигался, прикоснувшись к раскаленной докрасна цене. Хуже того, меня просто разрезали на куски, потому что я думал, что старая цена, которая уже была сломана, сможет как-то удержать меня от падения. Осколки металла, вонзившиеся в спину, очень болезненны...

## На рыбалку

Летом 2001 года у нас было мрачное настроение, потому что начался всемирный спад. Мы готовы были наброситься на каждого следующего брокера, который радостно восклицал: «Я могу продать вам по вашей цене, сэр/мадам». Припомнив «Моби Дик», мы поняли, что самое время отправиться на рыбалку. Мы решили поискать правила, которые бы выполнялись рынками и во время приливов, и во время отливов. Питая глубокое расположение к терпеливым приверженцам рыбной ловли, мы пригласили участвовать в нашей затее и других членов нашего форума SpecList. Как всегда, нас поразил

поток идей, которые полетели к нам со всех сторон. Здесь мы приводим несколько примеров из дискуссии, посвященной тому, чему может научить трейдера рыбак.

### Размышления на озере

Джон Лэмберг, инженер и изобретатель, и Марк М. Макнаб, профессор финансов, Вирджинский технологический университет:

1. **Приезжайте на озеро, когда рыба кормится.** Знайте благоприятные сектора рынка.
2. **Не отправляйтесь на рыбалку, когда окрестности озера забиты туристами.** Вы не сумеете добраться до своего любимого места, а если даже сумеете, моторные лодки все равно распугают всю рыбу. Если все используют одни и те же торговые идеи, то вам лучше от них воздержаться.
3. **Хорошо подготовьте перед рыбалкой свои рыболовные снасти, наживку, приманку, острые крючки и как следует запаситесь терпением.** Дайте время сработать вашим любимым идеям, но не впадайте в крайности.
4. **Не шумите — вы спугнете рыбу.** Скромность никогда себя сама не рекламирует — зачем это делать вам?
5. **Не рыбачьте там, где нет рыбы.** Изучите озеро и привычки рыбы, которую вы собираетесь ловить. Электронные локаторы помогут вам обнаружить рыбу, но не заставят ее клевать. Если никто не покупает, зачем это делать вам?
6. **Несмотря на все ваши приготовления, иногда рыба просто не клюет.** Не разочаровывайтесь, возвращайтесь на берег, наслаждайтесь хорошим деньком и приезжайте рыбачить снова в какой-нибудь другой день. Даже самые лучшие трейдеры принимают правильные решения только в 60% случаев. Позаботьтесь о том, чтобы ваши выигрыши были большими.
7. **Иногда оказывается, что вы забрасываете крючок в самую середину косяка жадно кормящихся рыб.** Позаботьтесь о том, чтобы у вас не кончалась наживка и крючок был в воде. Быстро налаживайте снасти и снова забрасывайте удочку. Если акции поднимаются в цене, следуйте за трендом.
8. **Когда клонет и проглотит приманку большая рыба, резко подсекайте, контролируйте натяжение лески и водите рыбу, пока она не утомится, а главное — не давайте ей увидеть сачок.** Не продавайте перспективные бумаги слишком рано.
9. **Если большая рыба обрывает леску, отнеситесь к этому спокойно.** Она все еще может быть поблизости, поэтому держите запасные снасти наготове. Если спад обесценивает какую-то группу акций, будьте готовы к тому, что они снова могут начать подниматься.



Как их выудить? (Хинтермайстер, © 1937)

10. **Знайте, когда необходимо выйти на берег.** Обращайте особое внимание на то, не появились ли белые барашки на волнах или грозовые облака вдалеке. Если рынок взбесился, продавайте все, получайте наличность и ждите, пока ситуация не прояснится.

### Уроки, которые я получил на реке с удочкой в руке

Дункан Кокер, инвестор:

— Забрасывайте крючок на стремнину выше по течению, следите за леской, выбирайте слабины и ждите сильного клева форели (**подготовка и ожидание**).

Нужно правильно подобрать муху, знать нужные узлы и поводки, знать, где и как забрасывать, и крайне важно, как вы все это будете проделывать. (**Не так просто обмануть рыбу или рынок.**)

Тихая безмятежность вечернего заката, вы приводите рыбу к берегу в красных лучах заходящего солнца, и тут она срывается... но будет и другой, удачный день. (**Вы будете вознаграждены в длительной перспективе.**)

### Ловля боунфиш\* в океане

Дункан Коукер, инвестор:

— Боунфиш крайне пуглива. Если ее спугнуть, она плывет со скоростью 30 миль в час, резко поворачивая, всплывая и ныряя, чтобы уйти от хищника или рыболова (**паника**). Причины паники могут быть внутренние (морские хищники) или внешние — рыболовы (**кризисы рынка**).

Но эта рыба всегда ведет себя циклично и предсказуемо и подходит к берегу с приливом, поэтому время от времени ее удастся поймать (**циклы рынка**).

Ловля требует практики, изучения повадок этой рыбы, а также методичного и тщательного выполнения всех приемов. Конечно, это доставляет массу удовольствия и требует напряжения сил (**важность хорошего исполнения**).

### Послание, найденное в бутылке

Девон Мэлори, 10 лет (дочь доктора Бретта):

— Вчера вечером я слышала, как дедушка и папа рассуждали о фондовом рынке. Они что-то говорили о бутылке, в которой были послания о рынке, поэтому я пошла на пляж и стала искать там бутылки.

---

\* Bonafish — буквально «костлявая рыба», русское название — альбула. Средний вес этой рыбы 6 кг. — *Прим. пер.*



Я нашла немного. Но попалась одна интересная. В ней был клочок бумаги. Я переписала то, что там было написано. Вот что это было:

«Мы, рыбаки, следуем за косяками рыбы, чтобы добиться максимального улова. Некоторые рыбы (обычно слабые или умирающие) отплывают в сторону от косяка, но время от времени от косяка отбивается и сильная рыба-лидер. Мудрый рыбак поворачивает за лидером, потому что знает, что скоро за ним пойдет и весь косяк».

Я не поняла, что это значит, но решила, что должна вам об этом рассказать. Там внизу были еще слова «уже пять дней, как оторвались от косяка» и буквы CSCO, QCOM, LU, ORCL, T\*.

Я надеюсь, вам это пригодится. Я расскажу об этом и моему папе. Пока-пока.

9 мая 2000 г.

### Человек-худу

Питер Дэниелс, аэрокосмический инженер на пенсии:

— Я только что дочитал книгу Виктора *The Education of a Speculator* (Университеты биржевого спекулянта), мне она очень понравилась, и особенно рассказ о человеке-худу\*\*. Вот история о величайшем человеке-худу, которого я когда-либо встречал.

Когда мне было 8-10 лет (то есть в 1942-1944 годах), я почти каждый солнечный день проводил с самым замечательным человеком, который когда-либо встречался в моей жизни. Он был достаточно высоким (выше 185 сантиметров), у него была хорошая осанка, и по всем признакам ему уже было за сто лет. Его звали дядюшка Стоун, и летом в погожие дни мы с ним ходили на рыбалку из округа Питтсильвания, штат Вирджиния, по мосту через реку Стаунтон в округ Кэмпбелл. Он всегда одевался одинаково: в черный костюм, длинный плащ и мягкую фетровую шляпу.

Когда я встретил его в первый раз, я был буквально зачарован, потому что он мог наловить больше сомов, чем было в человеческих силах. Иногда его связка пойманной рыбы была в метр длиной, но

---

\* Эти буквы — идентификаторы акций компьютерных компаний: Cisco Systems Incorporated, Qualcomm, Inc., Lucent Technologies, Oracle. — Прим. пер.

\*\* Худу (hoodoo) — шаман, колдун, который может приносить удачу или несчастья. В книге идет речь о брокере-неудачнике Поли, который «магическим образом» приносил несчастье себе и своим клиентам. — Прим. пер.

были и такие дни, когда она была четырехметровой. Однажды я видел, как он поднял связку пойманной рыбы двумя руками над головой. Она приняла форму буквы «П», и оба свешивавшихся конца доставали до земли. Он пользовался точно такими же снастями, как и все, но его улов был просто феноменальным.

Когда я спросил его, как ему удается поймать так много рыбы, он сказал, что он при помощи худу, магии, заколдовывает рыбу.

С этого момента рыбалка стала моей манией. Я мечтал о том, чтобы наловить столько сомов, чтобы, когда я подниму свою связку над головой, оба ее конца доставали бы до земли, и я хотел овладеть «секретами худу». Я стал в хорошую погоду ходить на рыбалку с дядюшкой Стоуном, и мне понадобилось три лета, чтобы наловить именно такую длинную связку, о которой я мечтал.

Все это время я слушал множество историй об удивительной жизни дяди Стоуна, включая то время, когда он был еще рабом (я понимаю, что в это трудно поверить, но это правда). Но он так никогда и не рассказал мне о секретах худу, как бы настойчиво я его об этом ни просил.

После того, как я сам наловил длиннющую связку рыбы, мой интерес к рыбалке пропал. Когда мы в последний раз вместе ловили рыбу, дядя Стоун сказал мне, что ему только что исполнилось 105 лет и что он подумывает о том, чтобы жениться еще раз — «на этот раз на желтокожей девушке» (и он так и сделал!). Он также показал мне большую опухоль на правом боку, которую скрывал плащ, и сказал, что она его не беспокоит, потому что он «заколдовал» ее при помощи худу.

Через несколько лет самый интересный и жизнерадостный человек, которого я знал, умер, но я знал, что дядя Стоун умер счастливым, потому что он переиграл «фондовый рынок жизни», а это не удалось даже Джорджу Соросу! Через несколько лет я проходил мимо кабаре, где собирались афроамериканцы, и остановился послушать: я очень люблю их музыку. Я никогда не забуду песню, звучавшую в тот вечер. Я слушал повторяющийся снова и снова припев: «Кто-то заколдовал колдуна-худу», — и я сказал сам себе: «Никто не может заколдовать настоящего колдуна-худу!»

### Блюфиш\*

Питер Дэниелс:

— Есть много похожего в мышлении рыбаков, которые ловят рыбу в прибое, и биржевых игроков. Вот история о таком рыбаке. В скобках приводятся аналогии с фондовым рынком.

---

\* Bluefish (голубая рыба), или пелагида, — крупная океанская рыба, которая ловится в зоне прибоя. — Прим. пер.

До того, как президентом стал Джимми Картер, к берегу подходили большие косяки блюфиш.

Эти косяки бывали просто огромными. Они могли вытягиваться на целые мили, и только Бог знает, какой ширины они были.

Однажды я видел косяк, который растянулся от Роданта до Нэгс-Хэд, — а это около двадцати миль.

Я их ненавидел, потому что в это время невозможно было поймать никакую другую рыбу. Каждый раз, когда забрасываете удочку, вытаскиваете рыбку в 1,5–2,5 килограмма весом! Никто не мог их переловить! Наживку нельзя было использовать, потому что тогда они цеплялись по две на один крючок, и ваш улов зависел только от того, как быстро вы могли наматывать леску на катушку!

Когда подходил косяк блюфиш, молва об этом сразу же распространялась, и отовсюду собирались любители рыбачить в прибое, чтобы использовать этот сумасшедший клев (*инвесторы во время бычьего рынка*). Пара рыбаков могла заработать тысячи долларов, если у них была жаберная сеть и гребная лодка-плоскодонка, забрасывая сеть практически с берега (*трейдеры старых времен, которые читали телетайпную ленту и зарабатывали большие прибыли*). Вам даже удочка была не нужна, когда у этих рыб был «жор». Туристы просто приезжали на пляж и подбирали прекрасную серую форель, которая выбрасывалась на пляж, пытаясь спастись от прожорливых блюфиш, и билась на берегу, все еще живая (*возможность заработать деньги на акциях, получив подсказку*). Однажды я поймал блюфиш, которая была так велика, что я сначала подумал, что поймал крупную акулу, которые в те времена также подходили к берег (*шанс сорвать хороший куш после хороших новостей, когда у вас длинная позиция*). Боже, как я ненавидел этих блюфиш!

И вот однажды вечером я выглянул за дверь, и мне показалось, что кто-то построил целый город позади моего дома. На самом деле это были огни больших траулеров, которые ловили рыбу буквально «на моем заднем дворе», и были повсюду. На следующее утро, когда я встал, я услышал по радио, что Джимми Картер (*Гринспен, решающий проблему иррационального энтузиазма*) пригласил иностранные траулеры рыбачить даже не за пределами десятимильной или трехмильной зоны, а почти в полосе прибоя. Они были так близко, что я мог бы опознать их матросов, если бы это потребовалось в полицейском участке. Целыми днями в море выходили и небольшие лодки, которые ловили рыбу кошельковыми неводами и затаскивали ее на борт. Так было день за днем. Джимми Картер отдал всю эту рыбу (*Гринспен повышает учетные ставки*).

Об этом узнали коммерческие рыболовные суда, иностранные и американские, они пришли из других стран и из других штатов, и скоро вся рыба была выловлена — осталась только мелкая рыбешка. Они выловили всех пелагид, серую форель и пятнистую форель.

Они выловили всего красного баса, так что пришлось запретить его коммерческий лов, и камбалу (*обесценились акции технологических, телекоммуникационных и интернет-компаний*).

После них остались только хек да чайки (*Доу 30*). Когда все было кончено и траулеры ушли, рыбаки пожаловались в Американскую службу охраны рыбы и дикой природы. Но эти милые люди ответили: «Это происходит из-за нормального для экологических циклов временного снижения численности рыбы... Мы над этим работаем и введем ограничения на размер и вес улова, пока численность рыбы не восстановится» (*Федеральный банк снижает процентную ставку*).

Несколько лет ловить рыбу в тех местах было все равно что рыбачить в Сахаре (*мелкая игра на отдельных акциях*). В конце концов рыбалка немного улучшилась, но если вы хотели поесть рыбы, нужно было нарушать закон, потому что разрешалось ловить только самую крупную рыбу (*увеличивается количество сделок на основе внутренней, инсайдерской, информации*). Ну, в общем, я больше не рыбачу, чтобы не мучить рыбу, которая мельче, чем та, которую разрешено вылавливать по закону. Я просто жду, пока вернется большая рыба (*трейдер, который ждет, пока цены упадут ниже минимума или поднимутся выше максимума*). Я жду уже больше двадцати лет (*трейдеры после краха рынка в 1929 году*).

Но что делает обычный любитель ловли в прибое? Покупает большой и мощный катер (*компьютер или более мощный компьютер*). Подключает коротковолновый радиоприемник (*покупает доступ к информации об изменении цен в режиме реального времени, покупает книги по фундаментальному и техническому анализу*). Крепит специальные багажники для удочек на крышу и борта своего автомобиля, чтобы потом поставить их на свой катер и ловить одновременно пятнадцать удочками (*внутридневная торговля сразу по нескольким позициям*) и покупает все это в долг, расплачиваясь пластиковой кредитной карточкой (*торговля на маржинальном счете*).

Я перестал покупать последние рыболовные новинки, но, боже мой, сколько денег я выбросил на бесполезные трейдерские «новинки»! Я не заработал ничего, приобретая их. В прежние времена я мог сделать 15 – 20% прибыли, просто наблюдая за изменениями цен по телеканалу CNBC. Сейчас я должен «переварить» столько информации, что на это уходит весь день и весь вечер. Я жду целых 20 лет, чтобы снова увидеть бурлящую воду и огромные стаи кружащихся и подбирающих лакомые кусочки чаек, когда вернутся косяки блюфиш. Когда это случится, я буду знать, что вернулись и другие большие и вкусные рыбы и поэтому блюфиш приплыли на свой пир.

Если честно, я не знаю точно, чего я жду от рынка, но в одном я уверен: любители рыбачить в прибое и трейдеры так похожи друг на друга потому, что и те и другие всегда ждут изменений к лучшему.

### Рыбная ловля и риск

Патрик Бойл, трейдер:

— Я не претендую на звание опытного рыболова, но летом в выходные я часто ловлю блюфиш или любую другую рыбу, которая настолько глупа, что готова клевать на мой крючок у берегов Кейп-Код. Есть одна вещь, которую мне пришлось быстро усвоить как рыбаку-новичку: очень важно установить правильное усилие тормоза катушки спиннинга. Это даже более важно, чем правильно выбрать наживку или найти рыбу, потому что невозможно угадать, где и что рыбе захочется есть в тот или иной день.

Усилие тормоза определяет силу натяжения лески. Если натяжение слишком сильное, то леска может оборваться, когда рыба сделает рывок, а если оно слишком слабое — вы не сможете вытянуть рыбу.

Есть много параллелей между этим фактом и рынком. Например, возьмите спекулянта, определяющего приемлемый уровень риска для сделки. Очень важно найти правильный баланс и не «зацикливаться» слишком сильно на каких-то представлениях, идеях или богатстве. Важно также и не слишком расслабляться — иначе вы не сможете ничего контролировать. Нужно использовать опыт и научные данные, чтобы найти этот баланс и время от времени «подергивать леску», чтобы убедиться, что натяжение подходящее.

## Как вы можете говорить такие ужасные вещи об Алане Гринспене?

Большинство людей, с которыми мы говорили, не согласились с нашей характеристикой председателя Федеральной резервной системы Алана Гринспена как одного из главных виновников кризиса рынка в 2000–2001 годах, но это только часть истории. Мы считаем, что он, пусть и невольно, был частью того мема, который привел к атаке террористов на Всемирный торговый центр.

Мы очень хорошо знаем, что в некоторых кругах «доктора» считают героем, проколовшим «раздутый пузырь» акций Nasdaq. Не многие согласны с нашими сетованиями на то, что его действия — это до крайности самонадеянная попытка скрытно влиять на фондовый рынок. С нашей точки зрения, то, что он сделал, особенно недопустимо именно потому, что он очень хорошо знал: публика стала бы бурно протестовать, если бы он открыто рассказал о своих намерениях.

Был ли подъем индекса Nasdaq чрезмерным и отчасти вызванным мошенничеством? Конечно. Но, если не мешать рынку, он обладает поразительной способностью самостоятельно справляться со своими «мыльными пузырями» без всякой помощи со стороны «центральных планирующих органов». Многие наиболее абсурдные «суперзвезды» из числа интернет-компаний уже успели лопнуть сами по себе. Инвесторы обязательно скорректировали бы свои ожидания относительно акций телекоммуникационных и компьютерных компаний, когда инвестиционный бум, неоправданно высоко вздувший их цены в 1999 году, пошел бы на спад.

Вмешательство Федеральной резервной системы позволило распространиться и процветать антирыночному, антитехнологическому мему. Скептики, которые сохраняли медвежьи ориентации на протяжении всех 1990-х годов, неожиданно дождались своего часа. Как писал по другому поводу журналист —обозреватель проблем Интернета Эндрю Орловски:

Взгляните на английские пабы: на каждого Марка Е. Смита, который изливал свою ненависть в замечательной сатире, вы найдете десять тысяч озлобленных людей, ненавидящих все юное, прекрасное и талантливое просто потому, что оно напоминает им об их собственной трусости и несостоятельности\*.

В результате началась первая за десятилетие рецессия и первый устойчивый спад рынка на памяти целого поколения. Компании-производители телекоммуникационного оборудования, дававшие интернет-компаниям кредиты на покупку своей продукции, потерпели крах, и образовался «порочный круг», который отравил инвестиционную атмосферу.

Соединенные Штаты неожиданно оказались в состоянии войны с группой исламских фанатиков, желающих упразднить религиозную и экономическую свободу. Это, как мы предполагаем, не было простым совпадением. Вам может по-

---

\* Andrew Orlovski. Monday Night at the Single's Club? Apple's Real People // The Register, June 17, 2002.

казаться надуманной связь между этими двумя событиями, но нельзя забывать о том, кем себя представляют ближневосточные фундаменталисты. Они используют риторику тысячелетней давности — времен крестовых походов. Они отравляют своих детей пропагандой ненависти и нетерпимости, внушают им, что их миссия — уничтожить, пускай даже ценой своей собственной жизни, всех американцев — и гражданских, и военных, где бы те ни находились.

С точки зрения такой примитивной психологии, война против капитализма имеет смысл. Люди, которые могут свободно действовать сообразно своим собственным экономическим интересам, ценят свободу выше подчинения диктаторам. Неопределенное будущее и открытое небо над головой им милее, чем тоталитаризм, обещающий экономическую стабильность и предопределенное будущее. Те самые ценности, которых опасаются сторонники примитивной идеологии, потому что они могут дестабилизировать их жестко контролируруемую социальную иерархию, — это фундамент нашей системы.

У сегодняшних примитивистов длинная родословная. Они продолжатели дела тех католических иерархов, которые в 1543 году пытались бороться против открытия Коперника, установившего, что Земля — это не центр Вселенной. Их объединяет ненависть к переменам и к тем, кто ставит под сомнение утверждения правящей элиты. Используя теологию и тоску по «прежним временам», примитивисты стремятся установить жесткий контроль и теократическую автократию. Примитивисты неминуемо становятся врагами капитализма, потому что они хотят сохранить свою власть и неизменный порядок вещей. В условиях свободного рынка новые тенденции выживают, потому что свободная мысль и риск приносят успех и вознаграждаются. Рынок управляет потоками капитала при помощи решений, независимо принимаемых миллионами людей, ориентирующихся на свои собственные интересы. В репрессивных обществах с их национализмом, межплеменными войнами, официальной религией и громоздкой поли-

тической идеологией нет места свободному рынку. Вместо этого такие государства стремятся контролировать распределение ресурсов, рабочей силы, идей и товаров. В результате рынок становится статичным и застойным. Товары распределяются не по закону спроса и предложения и уравнивающего их ценового механизма, а при помощи коррупции, «блата» и черного рынка.

Примитивное мышление всегда было характерно для взглядов реакционеров на развитие технологии. Как отмечал Жак Барзун в своей книге *From Dawn to Decadence* (От рассвета к декадансу), примитивизм — это «недовольство наукой и технологией», которое столетиями сопровождало прогресс западной культуры. Развитие динамичных высокотехнологичных компаний, входящих в индекс Nasdaq, в 1990-е годы повлияло на наши представления о риске. Технологические компании обычно не выплачивают дивиденды и не могут обеспечить высокий уровень стабильности, но их стремление к поиску новых технологий всегда привлекает склонный к риску капитал. Не требующие риска, но и не приносящие высоких доходов традиционные компании («старые технологии», «консервативные», «построенные из кирпичей и бетона») — производители ковров, кетчупа, газированных напитков — терпели убытки в этот период технологической экспансии. Когда индекс Nasdaq рухнул, Уолл-стрит снова вспомнил о «старой экономике» и низкодоходных инвестиционных стратегиях, с них «отряхнули пыль», и они снова захватили воображение инвесторов.

Некоторые сегодняшние примитивисты обещают восстановить связь между людьми и природой, упразднив западные технологии и рынки. Исламский терроризм — это новый гибрид: средневековое мышление, которое паразитирует на западной технологии, достижениях рыночной экономики и свободы, чтобы разрушить их. Террористы, разрушившие Всемирный торговый центр, пользовались электронной почтой, летали на самолетах, жили в богатых загородных домах во



Флориде, заказывали пиццу, ходили в стриптиз-бары, покупали в универмагах Wal-Mart. Особенно тревожно то, что они казались такими типичными «американцами», но, несмотря на характерный для среднего класса стиль потребления, считали себя мучениками в священной войне против Соединенных Штатов.

Долгое время иммиграционная политика США основывалась на предположении, что бедные, усталые и страдающие люди, которым предоставляется возможность обеспечить себя материально и вести достойную жизнь, страхнут с себя предрассудки «старого мира» и воспримут американскую демократическую культуру. Эта идея воплощена в словах, которые можно прочесть на каждой монете, отчеканенной в США и на американских банкнотах: *e pluribus unum*. Это идея «плавильного тигля»: из многообразия возникает единство. Америка основана не на самопожертвовании, а на созидании.

Атака террористов на Всемирный торговый центр по существу была нацелена на разрушение механизма, который позволяет людям преодолеть узкие личные интересы и стремление к убогой определенности. Она ударила по центральному механизму демократии для регулирования неопределенности — по рынку. Три слова для названия погибшего здания были хорошо подобраны. *Мир торговал* именно здесь, в *центре* экономической свободы. Не важно, какой была ваша культура, религия или мировоззрение, — вас приглашали свободно обменивать лучшие плоды ваших усилий на результаты труда других людей.

У примитивистов, будь это террористы-самоубийцы, враги научной истины и самопровозглашенный «авангард народа», всегда есть готовые ответы на любые вопросы, для всех, кто захочет их выслушать, а для тех, кто не захочет, у них всегда наготове пистолет. Но все их аргументы отдают мертвечиной, а не ароматом смелой мечты о будущем. Их планы предлагают определенность крови и земли, рождения и смерти, но при этом игнорируют то, что делает людей людьми: риск, неопределенность, свободу.

Вот именно поэтому атаки на инновации, науку и свободу обречены на поражение. Вы не сможете убить тот дерзкий дух, который побуждает людей желать лучшей жизни и приводит в США миллионы новых граждан со всего света. Люди понимают, что торговля, бизнес и свобода гораздо лучше, чем жизнь под жестким контролем горстки бюрократов, или мулл, или аристократов. Созидательность всегда победит тех, кто стремится законсервировать прошлое.

## Какую книгу вы рекомендуете?

Когда задаются вопросы типа: «А какая самая лучшая книга?», — эксперты обычно отвечают на них неохотно и небрежно. Танцовщик Рудольф Нуриев, когда его спрашивали, кто лучший танцовщик, всегда отвечал: «Фред Астер». Гроссмейстер Пол Морфи так же вел себя в мире шахмат: он никогда не играл с равными соперниками, опасаясь, что если сделает это, то кто-то сумеет у него выиграть. Когда Вик побеждал на кортах для сквоша, он обычно говорил, что лучшим игроком всех времен был его тренер, Джек Барнаби, который закончил играть еще в 1950-х и по этой причине не был для него реальным соперником.

Раньше, когда его просили порекомендовать какую-нибудь хорошую книгу по инвестициям, Вик обычно называл *Magazine of Wall Street* (Журнал Уолл-стрит) Ричарда Уикоффа, публиковавшийся в начале 1900-х годов, или выходивший еще раньше, в начале 1870-х, *Hunt's Merchant's Magazine* (Журнал для негоциантов Ханта). Он говорил, что эти журналы — настоящие сокровища и, поскольку после этих монументальных произведений не было создано ничего стоящего, имеет смысл припасть к этим источникам мудрости хотя бы для того, чтобы узнать, что лежит в основе отрасли.

Но все изменилось, и теперь мы можем без всяких оговорок рекомендовать нашим читателям *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Триумф оптимистов: 101 год доходов глобальных инвестиций) — книгу, о которой мы

подробно говорили в главе 9. Эта великая книга содержит данные о поведении фондовых рынков в 16 странах за 101 год, причем для Англии и Соединенных Штатов приводятся также данные по отдельным акциям. Доходность акций сопоставляется с доходностью государственных облигаций и казначейских векселей, уровнем инфляции и курсами обмена валют. Приводится разбивка доходов по дивидендам, премиям за риск и количественным эффектам.

Авторы затрагивают практически все вопросы, связанные с инвестициями, включая стратегию инвестиций в недооцененные акции по сравнению с акциями растущих компаний, влияние размера компаний, сезонность, стоимость капитала, корреляции между странами, прибыль и дивиденды и преимущества от диверсификации.

## Бой со стручками и пессимизм

Один из наших любимых фильмов ужаса — это *Invasion of the Body Snatchers* (Вторжение похитителей тел) по роману Джека Финни. Вик видел и первую версию эту фильма, вышедшую в 1954 году, и два римейка, которые выходили как раз при следующих поколениях зрителей. Но крах рынка, случившийся в 2002 году, заставил нас перечитать саму книгу. Она замечательная, и это еще одна книга, которую мы рекомендуем прочитать помимо «Триумфа оптимистов» тем, кто хочет добиться успеха на сегодняшнем рынке. Это книга о том, как опасно терять надежду и пассивно относиться к происходящему с вами. Если вы поддадитесь конформистским настроениям и перестанете думать, люди-стручки завладеют вами.

Герой этой книги Майлс Бенелл — врач в типичном маленьком городке. Он становится свидетелем того, что поначалу представляется эпидемией массовой истерии среди его друзей и пациентов. Один за другим они рассказывают доктору, что их родственники, учителя, друзья стали непохожи на тех людей, какими они были раньше. Потом, как ни странно, че-

рез некоторое время они приходили к Бенеллу снова и отказывались от всего, что они говорили ему прежде, убеждая доктора, что теперь все в порядке.

Есть только одна проблема: друг Майлса Джек Беличек, такой же, как он, мыслящий, интеллектуальный человек, не верит, что все в порядке. Он находит на своем чердаке человеческое тело, похожее на манекен. Он кладет его на бильярдный стол, изучает и приглашает Майлса на него посмотреть. Джек и Майлс обнаруживают, что это тело — бледное, как плохо проявленное фото, и у него нет папиллярных узоров на пальцах. «Вроде все есть, — сказал Джек. — Есть губы, нос, глаза, кожа и кости под ней, но нет четких линий, деталей, нет характера... Это как заготовка для лица, на которой нужно отштамповать настоящее лицо».

Одним человеком, на которого Майлс мог положиться, единственным «лучом света» в ночи для него был уважаемый доктор-психиатр из соседнего городка Мэнни Кауфман. Когда доктор Кауфман говорит Майлсу, что «человеческий мозг — это странная и удивительная вещь» и то, что они с Джеком видели, — это просто галлюцинация, Майлс сначала этому верит. Но вот что его смущает: обычно Мэнни значительно более осторожно высказывал свое мнение. Майлсу приходит в голову, что, возможно, тот, с кем он говорил, — уже вовсе не Мэнни, а только похожая на него оболочка.

Это оказывается правдой: Мэнни — «один из них».

В новом столетии мы задумались о том, не произошло ли подобное тайное вторжение инопланетян на рынки. Всего несколько лет назад нас окружали полные эмоций инвесторы, которым не терпелось прикоснуться к «экономическому чуду» Соединенных Штатов. Сегодня те же самые инвесторы абсолютно лишены всяких эмоций и убеждены, что чудо было мистификацией. Они выглядят так же, отзываются на те же самые имена, но это уже не те люди. Следуя примеру Майлса, я нашел специалиста по психологии рынка Бретта Стинбарджера. С облегчением я слушал его возбужденную, эмоциональ-

ную речь, когда он говорил о кризисе и возможностях. Я понимал, что он, в отличие от Мэнни, не стал жертвой стручков-пришельцев.

— Мы имеем дело не просто с похитителями тел, — сказал он. — Это еще и похитители умов. Основание любых успехов спекулянта — это позитивная триада: открытость (готовность к общению), энергичный настрой и готовность идти на риск. Мы знаем из исследований, что люди, которые активно интересуются окружающим миром, ведут более энергичный образ жизни. Они также чаще готовы пойти на разумный риск. Сейчас мы этого не видим, — продолжал он. — Инвесторы, напротив, демонстрируют негативную триаду, которая, как установил психиатр Аарон Бек, характерна для людей, находящихся в состоянии депрессии: пессимизм в отношении самих себя, других людей и будущего.

— Так кто же похитил умы людей? — спросил я его.

— Мем высокомерия, — предложил объяснение доктор Стинбарджер. — Это тот же самый мем, который убеждал древних греков, что они не могут подниматься к солнцу, если не хотят разделить судьбу Икара. Инвесторов захватила не идея медвежьего рынка. Это периодически случается. Беда вот в чем: они полагают, что заслуживают медвежий рынок.

С этими словами доктор достал номер журнала *Business Week* и открыл статью под названием *The Betrayed Investor* (Преданный инвестор). Это была хроника не оправдавшихся надежд инвесторов, чье доверие было обмануто корпоративными советами директоров, брокерскими и аудиторскими фирмами. Он указал мне на заголовок, напечатанный сразу под названием статьи: «Американцы поверили в то, что акции всегда будут делать их богаче. Потом лопнул рыночный пузырь и открылась афера компании Enron»\*.

---

\* Marcia Vickers and Mike McNamee. *The Betrayed Investor* // *Business Week*, February 25, 2002.

— Видите ли, — сказал он, — инвесторы уже не считают, что заслуживают высоких прибылей. Сегодня они ощущают себя высокомерными болванами и считают, что, как Икар, должны заплатить за свое высокомерие. Вот что овладело миром. Инвесторы боятся надеяться. Они боятся, что могут накликать еще большие несчастья.

Именно тогда мы поняли, что в книге Финни есть ответ для сегодняшних инвесторов. Они могут чувствовать себя так же, как всеми покинутый Майлс или преданный возлюбленный, но есть важное различие. Хотя обманутые ожидания могут предвещать плохие взаимоотношения, для рынка они — хороший знак. После того как цены достигали минимального значения за 40 дней, на следующий день рынок в среднем рос на 1,5%. Именно так было последние шесть лет. Рыночный пессимизм — это основание для рыночного оптимизма.

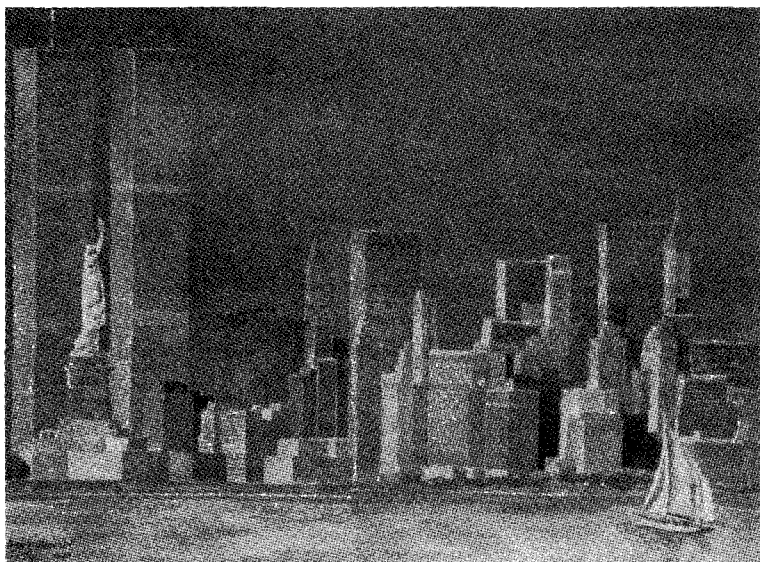
В книге Финни ситуация также сначала выглядит безнадежной для Майлса и его подруги Беки, но они не хотят сдаваться. «Узникам удастся бежать даже из самой хорошо охраняемой тюрьмы. Мы не должны отступать. Мы здесь с людьми-стручками, и у нас нет права погибнуть. Даже если все безнадежно, даже если неудача предрешена, мы должны бороться с пришельцами».

## **Надежда — и некоторые проверенные временем принципы**

«Вторжение похитителей тел» заканчивается на героической ноте. Майлс и Беки отказываются сдаваться. Они оказывают такое яростное сопротивление, что пришельцы-стручки решают переселиться на более гостеприимную планету. «Многие погибли, — говорится в конце книги, — но некоторые из нас, те, кого не смогли поймать пришельцы, те, кто боролся до конца, выжили. Мне на память приходит отрывок из речи, которая прозвучала во время этой войны: *Мы будем драться с ними в поле, и на улицах, и в горах... Мы никогда не сдадимся*».

Когда «медвежий» мем исчезнет, как и люди-стручки, мир снова станет нормальным, точно так же, как это происходит в конце «Похитителей тел». Люди, которые разместили свой капитал на денежном рынке под 1% годовых, из-за опасений, что цены акций упадут почти до нуля, будут бродить по центральной площади города апатичные и необщительные. Какое-то время уровень смертности будет выше среднего, и вы увидите пустые прилавки, топ-менеджеров, которых выводят из офиса в наручниках, и банкротство компаний, но, как писал Джек Финни:

Пустые дома быстро заселяются (это людный округ и плотно населенный штат), в город приезжают новые люди. Многие из них молоды, и у них есть дети. Через пять лет, возможно даже два или три года, Милл-Вэлли не будет ничем отличаться от других небольших городков. И то, что здесь однажды произошло, со временем будет совершенно забыто.



Манхэттен, Нью-Йорк (Майкл Ли, 1990)

Пустые бумажники тех, кто недавно покупал акции на длительный срок, снова наполнятся. Американская экономика энергична и способна к сопротивлению. После тяжелого периода неудач выжившие компании станут сильнее и здоровее, а доходы от покупки их акций — выше. Появятся новые компании и новые отделения прежних компаний, которые получают хорошую прибыль от великих научных открытий. Те, кто делает разумные инвестиции, сумеют расплатиться за свое образование и дома, а кроме того, сделают хорошие накопления к тому времени, когда выйдут на пенсию, так же, как и их родители в предыдущем столетии.

Через пять лет, а может быть, даже через два или три года, значения индекса Nasdaq ниже 1000 пунктов и Dow ниже 7500 пунктов станут дурными воспоминаниями, а те, кто сомневался в успехах инвестиций и предпринимательства, будут преданы заслуженному забвению.



# Послесловие

**Н**екотрые трейдеры не принимают неудачи близко к сердцу, но самооценка большинства из них меняется в зависимости от успешности последней сделки, как однажды заметила моя жена Сюзен, много лет наблюдавшая за работавшими на меня трейдерами. Я тоже не исключение. После 1997 года я пытался «вновь подняться к звездам», и не без успеха. Однако время от времени я спотыкался и думал, что я — худший в мире трейдер. В этом я похож на своего отца: Артур Нидерхоффер был отличным игроком в гандболл и теннис, но, когда бы я ни предложил ему сыграть на деньги или в турнире, он говорил мне: «Выставлять себя на показ — ну нет. Я худший игрок в мире. Кроме того, я не могу себе позволить проиграть эти 25 центов».

Арти играл в американский футбол за команду Бруклинского колледжа, когда ему было 16 лет. Эту команду с удовольствием приглашали играть против лучших в стране игроков, потому что тем нравилось «растирать в порошок» этих ребят из Бруклина. Насколько я знаю, когда Арти играл в этой коман-

де, она не выиграла ни одной игры. Все, чего ему удалось добиться в футболе, — это сломать нос (12 раз) и вывихнуть плечо (один или два раза). В результате после этого он не мог в полную силу играть в теннис или гандболл, где нужен широкий замах перед ударом. Поэтому имелась доля истины в том, что он — худший игрок в мире, хотя до того, как он начал играть в футбол, он был чемпионом в этих играх.

Я часто чувствовал себя так же, как и он. Несмотря на урок, который я получил в 1997 году, я всегда открываю позицию слишком рано и слишком часто играю против тренда. Если на рынке происходит большое движение, я всегда вступаю в игру. Я стараюсь исправиться и нередко, если дела складываются неудачно, отступаю, как я сделал летом 1998 года или летом 2002 года, осматриваюсь и говорю себе, как Арти: «Я худший в мире».

Мой дядя Хоуи не позволяет мне поддаваться пораженческим настроениям, потому что для него его племянник всегда остается победителем. Вот что он ответил, прочитав письмо о моих неудачах в первые недели 2003 года:

Сомнения и неуверенность в себе, которые я заметил в твоём письме, очень меня огорчили. Ты всегда был уверен в своих способностях и взглядах, и у тебя были для этого все основания. Как бы сильно мы ни любили твоего отца, мы не такие, как он. Его самоуничижение было следствием его скромности, а не убежденности в собственной неполноценности. Арти объективно оценивал свои способности, а они были поистине огромными. Я знаю, на что я способен, как и ты знаешь о своих возможностях. И, хотя мы во многих отношениях уступаем Арти, во многом другом мы его превосходим. Самоуничижение нам с тобой не подходит. Наш стиль — это реалистическая самооценка.

Арти очень свободно обращался с деньгами, хотя вырос во времена Великой депрессии и у него никогда не было лишнего цента. Он не слишком беспокоился о том, что можно себе позволить, а чего нельзя. В отличие от многих других людей, он мог дать чаевые служащему бензоколонки — как раз те самые 25 центов, которые он «не мог себе позволить проиграть». Я думаю, его отвращение к азартным играм (к тому, что ты назовешь спекуляцией, а я — взвешенным риском) частично объяснялось нехваткой денег, а частично —

нежеланием получать преимущество за чужой счет. Мы относимся к этому по-другому.

Я нисколько не сомневаюсь в твоей способности преодолеть любые временные неудачи, которые случаются в твоей жизни. Это не произойдет само по себе. Это случится, если ты проанализируешь всю имеющуюся информацию и воспользуешься советами знающих людей. Если, как Али из «Шума в джунглях», ты решишь, что разумнее будет на время отступить и подождать, пока враг выдохнется, ты, подобно генералу Макартуру, вернешься и одержишь победу, как делал всегда. Вера в себя поможет тебе в этом.

Я люблю тебя.

*Хоуи*

**Нидерхоффер Виктор, Кеннер Лорел**

# **Практика биржевых спекуляций**

Технический редактор *А. Бохенек*

Корректоры *Е. Харитонова, М. Савина*

Компьютерная верстка *В. Знамеровский*

Художник обложки *М. Соколова*

Подписано в печать 15.09.03. Формат 84×108/32. Бумага офсетная № 1.  
Печать офсетная. Объем 17,5 п. л. Тираж 3000 экз. Заказ № 3885.

## **Альпина Паблишер**

Изд. лицензия ИД 04715 от 08.05.01

113035, Москва, Космодамианская наб, д. 40 – 42, стр. 3.

Тел./факс (095)105-77-16.

[www.alpina.ru](http://www.alpina.ru)

e-mail: [info@alpina.ru](mailto:info@alpina.ru)

Отпечатано в издательско-полиграфическом комплексе «Звезда».  
614990, г. Пермь, ГСП-131, ул. Дружбы, 34.