

ПОЛНОСТЬЮ ОБНОВЛЕННОЕ И АКТУАЛИЗИРОВАННОЕ ИЗДАНИЕ



БЕРТОН МЭЛКИЛ

# СЛУЧАЙНОЕ БЛУЖДЕНИЕ НА УОЛЛ-СТРИТ

ИСПЫТАННАЯ ВРЕМЕНЕМ СТРАТЕГИЯ УСПЕШНЫХ ИНВЕСТИЦИЙ



Бертон Мэлкил

**Случайное блуждание на Уолл-  
стрит. Испытанная временем  
стратегия успешных инвестиций**

«Попурри»

2019

**Мэлкил Б.**

Случайное блуждание на Уолл-стрит. Испытанная временем стратегия успешных инвестиций / Б. Мэлкил — «Попурри», 2019

ISBN 978-985-15-2595-5

Классический труд Мэлкила содержит проверенные временем и подкрепленные научными исследованиями стратегии по формированию инвестиционного портфеля. Основываясь на своем большом опыте экономиста, финансового консультанта и успешного инвестора, Мэлкил объясняет, почему индивидуальный вкладчик, приобретающий и хранящий в течение долгого времени паи недорогих и диверсифицированных в международном плане индекс-фондов, с большой вероятностью превзойдет по доходности портфели, тщательно скомпонованные профессионалами с использованием сложных аналитических методик. В переработанное издание автор включил новый раздел, посвященный недавнему пузырю криптовалют, а также чрезвычайно ценные материалы об оптимизации налогов. Он также предлагает критический анализ двух получивших в последнее время популярность инвестиционных методов – факторного инвестирования и паритета рисков. Для широкого круга читателей. В формате a4.pdf сохранен издательский макет.

ISBN 978-985-15-2595-5

© Мэлкил Б., 2019

© Попурри, 2019

## Содержание

Предисловие	6
Слова благодарности из прежних изданий	9
Часть первая	10
1	10
Что такое «случайное блуждание»?	10
Инвестирование как образ сегодняшней жизни	12
Инвестиционные теории	13
Теория прочного фундамента	14
Теория воздушных замков	15
Как предпринимать случайные блуждания	16
2	18
Тюльпанное сумасшествие	18
Афера компании South Sea	20
Уолл-стрит садится в лужу	25
Краткое заключение	29
3	30
Здравомыслие финансовых учреждений	30
«Парящие» шестидесятые	30
«Голубые фишки»	39
Бурные восьмидесятые	40
Что все это значит?	42
4	45
Пузырь интернет-компаний	45
Бум и обвал на американском рынке недвижимости в начале 2000-х годов	56
«Пузыри» и экономическая активность	59
«Пузырь» криптовалют	61
Конец ознакомительного фрагмента.	65

**Бертон Мэлкил**  
**Случайное блуждание на Уолл-стрит: испытанная временем стратегия успешных инвестиций**

*Посвящается Нэнси и Скипперу*

Copyright © 2019, 2016, 2015, 2012, 2011, 2007, 2003, 1999, 1996, 1990, 1985, 1981, 1975, 1973 by W. W. Norton & Company, Inc.

© Перевод. Издание на русском языке. Оформление. ООО «Попурри», 2019



## Предисловие

Прошло уже более 45 лет с тех пор, как я начал работу над первым изданием своей книги «Случайное блуждание на Уолл-стрит».

Первоначальная идея была очень простой: инвесторы могут добиться гораздо больших успехов, покупая пакеты акций индексированных компаний, чем пытаться самостоятельно скупать отдельные акции или обращаясь к специализированным инвестиционным фондам. Я просто констатировал, что, покупая широкий спектр акций, как это делают фонды, строящие свою работу на индексах, вы, скорее всего, сможете обойти по результатам профессиональных менеджеров специализированных фондов, чьи высокие накладные и комиссионные расходы существенно снижают доход от инвестиций.

Сегодня, спустя более чем 45 лет, я еще больше убедился в справедливости этого тезиса, и доказательством тому служат не только шестизначные цифры доходов. Продемонстрировать это очень легко. Инвестор, который в 1969 году вложил 10 тысяч долларов в инвестиционный фонд, ориентированный на фондовый индекс Standard & Poor's 500 (S&P 500), по состоянию на апрель 2018 года имел 1 092 489 долларов при условии, что все получаемые дивиденды также вкладывались в дело. Другой же вкладчик, который предпочел фонд с активным менеджментом, получил за это время доход в размере 817 741 доллар. Разница впечатляющая.

По состоянию на 1 апреля 2018 года первый инвестор опережал второго на 274 748 долларов, то есть более чем на 25 процентов.

Зачем же тогда нужно новое издание этой книги, если ее основная идея осталась без изменений? Дело в том, что произошли весьма существенные изменения в финансовых инструментах, доступных индивидуальным вкладчикам. Книга задумана как подробный путеводитель для индивидуальных инвесторов, который должен охватывать все имеющиеся современные возможности. Кроме того, вкладчикам предлагается критический анализ разнообразной информации, поступающей от теоретиков и практиков инвестиционного рынка, изложенный достаточно подробно, но в то же время доступно для каждого человека, интересующегося вложением своих денег. В последнее время по поводу фондового рынка гуляет так много самых невероятных слухов, что очень важно иметь под руками книгу, которая поможет расставить все точки над «i».

За прошедшие 45 лет мы уже привыкли к стремительному совершенствованию технологий. Такие новинки, как электронная почта, интернет, смартфоны, персональные электронные помощники, «умные» домашние устройства, планшеты, электронные книги, видеоконференции, социальные сети, оказали сильное влияние на всю нашу жизнь, не говоря уже о таких медицинских достижениях, как трансплантация человеческих органов, лазерная хирургия, нехирургические методы удаления камней из почек и чистки закупоренных артерий. Так же быстро происходили изменения и в финансовой сфере. В 1973 году, когда в свет вышло первое издание этой книги, у нас еще не было денежных фондовых рынков, банкоматов, взаимных индекс-фондов, фондов ETF, безналоговых фондов, фондов развивающихся рынков, фондов заданной даты, облигаций с плавающей процентной ставкой, деривативов, учитывающих волатильность активов, ценных бумаг, защищенных от инфляции, долевых инвестиционных трастов недвижимости REIT, ценных бумаг, обеспеченных активами, «умных» бета-стратегий, индивидуальных пенсионных программ Roth IRA, сберегательных программ 529 для финансирования обучения в колледжах и университетах, фондов казначейских обязательств с нулевым купоном, финансовых и товарно-сырьевых фьючерсов и опционов, а также комплексного страхования инвестиционного портфеля и высокочастотного трейдинга. И это лишь немногие изменения, происшедшие в мире финансов. В книгу добавлено много новых матери-

алов, которые призваны разъяснить суть этих финансовых инноваций и продемонстрировать их выгоды для потребителя.

Данное издание содержит ясное и доступное для понимания описание последних научных достижений в области теории и практики инвестирования. В главе 10 описывается новая отрасль экономической науки, получившая название поведенческой экономики, и подчеркивается важность уроков, которые должны извлечь из нее инвесторы. В главе 11 задается вопрос, действительно ли инвестиционные «умные бета-стратегии» так хороши и не слишком ли рискованны стратегии паритета рисков. Добавлен новый раздел, в котором представлены практические стратегии инвестирования для пенсионеров. В целом появилось так много нового материала, что читателям, которые познакомились с прежними изданиями книги еще в колледже или бизнес-школе, есть смысл перечитать ее заново.

Данная книга подвергает серьезному анализу базовый тезис предыдущих ее изданий о том, что рынок настолько эффективно устанавливает цену на акции, что даже шимпанзе с завязанными глазами, наугад мечущий дротики в биржевые ведомости, может сформировать инвестиционный портфель, который будет ничем не хуже, чем составленный профессиональными менеджерами. На протяжении последних сорока пяти лет этот тезис демонстрировал свою полную состоятельность. Более двух третей инвестиционных портфелей, сформированных профессионалами, уступили по доходности пакетам акций, составленным на базе широкого спектра индекс-фондов. Тем не менее есть ряд ученых и практиков, которые сомневаются в обоснованности данной теории. Крах биржевого рынка в октябре 1987 года, «пузырь» интернет-компаний и финансовый кризис 2008–2009 годов поставили ряд новых вопросов относительно эффективности механизмов рыночного саморегулирования.

В данном издании делается попытка разъяснить это противоречие и еще раз подвергнуть анализу утверждение, будто возможно «победить рынок». Я делаю вывод о том, что слухи о смерти теории эффективного рыночного саморегулирования сильно преувеличены, тем не менее привожу ряд методик, которые, по-видимому, могут повернуть фортуна лицом к индивидуальному вкладчику.

Книга по-прежнему остается путеводителем для индивидуального инвестора. В ходе консультирования от дельных лиц и целых семей по вопросам финансовой стратегии я пришел к ясному пониманию того, что способность к риску того или иного человека зависит главным образом от его возраста и наличия у него источника доходов помимо инвестиций. Очевидно также и то, что риск, связанный с вложением денег, по мере продолжительности инвестирования уменьшается. По этой причине говорить об оптимальных стратегиях инвестирования можно только применительно к конкретному возрасту. Одна только глава 14, озаглавленная «Инвестиции для разных возрастов», может заменить вам дорогостоящую консультацию специалиста.

Я благодарен всем, кто помогал мне в работе над предыдущими изданиями книги. Кроме того, я должен упомянуть и тех, кто внес особый вклад в подготовку данного издания. Особенно я признателен Майклу Нолану из Исследовательского центра финансовых рынков Богла, а также моим помощникам Бенджамину Цзо и Анне Данецки. Я также благодарен Крису Макайзеку, Александре Бертон и Эндрю Шуману из инвестиционной компании Vanguard Group за существенную помощь в предоставлении данных.

Я хочу поблагодарить за поддержку Дэниела Кемпбелла, Якуба Юрека, Стивена Лойтхолда, Джойс Нисман, Кристен Перлеберг, Джеймса Сарвиса, Стейси Сарвис, Джереми Шварца, Джереми Сайгела и Ларри Сведроу. Мы продолжили прекрасное сотрудничество с издательством W. W. Norton, и я чрезвычайно признателен Дрейку Макфили и Натаниэлю Деннету за их неопределимую помощь в подготовке издания к публикации.

Моя жена Нэнси Вайс Мэлкил больше всех способствовала успешному выходу в свет восьми последних изданий. Помимо трогательной заботы и поддержки, она критически вычи-

тывала различные варианты рукописи, в результате множество ее замечаний и предложений сделали книгу понятнее и значительно улучшили ее. Она даже исправила несколько ошибок, которые я не заметил и которые ускользнули от корректоров и редакторов первых четырех изданий. Но самое главное, что Нэнси приносит радость в мою жизнь. Неслучайно эта книга посвящается ей и ее лучшему другу Пайперу.

*Бертон Мэлкил,  
Принстонский университет,  
июнь 2018*

## Слова благодарности из прежних изданий

Я приношу глубокую благодарность биржевым профессионалам, финансовым учреждениям и ученым, которые помогли мне в работе над прежними изданиями данной книги. В связи с этим мне хотелось бы вспомнить людей, которые внесли множество ценных предложений и сделали ряд критических замечаний.

Большую работу по сбору информации для книги провели Джон Америкус, Шейн Антос, Костин Бонтас, Джонатан Каррен, Барри Фельдман, Дэвид Хау, Дерек Джан, Майкл Лачански, Пол Ноу, Этан Хьюго, Эйми Коу, Пол Мессарис, Мэтью Мур, Кер Муа, Кристофер Филипс, Эллен Ренальди, Черил Робертс, Саумитра Сахи, Барри Шварц, Грег Смоларек, Рей Солдейвин, Элизабет Вудс, Есяо Сю и Басак Елтикан. Карен Нойкирхен, Шэрон Хилл, Хелен Талар, Филлис Фафалиос, Луджин Уайтли, Мелисса Орловски, Дайана Браут и Эллен ди Пиппо не только тщательно и аккуратно перепечатали несколько вариантов рукописи, но и оказали ценную помощь в исследовательской работе. Эль вира Джеймо разработала прекрасную компьютерную программу. Многие из вспомогательных исследований для этой книги были проведены в финансовом центре Бендхайма при Принстонском университете.

Большой вклад в работу внесла писательница и профессиональный редактор Патрисия Тейлор. Она внимательно прочитала все варианты книги и сделала бесчисленное множество стилистических правок, а также замечаний по структуре и содержанию рукописи. Если на этих страницах встречаются понятные места, то это ее заслуга.

Я чрезвычайно благодарен издательству W. W. Norton & Company и, в частности, Брендану Керри, Дональду Лэмму, Роберту Кихоу, Эду Парсонсу, Джеффу Шреве, Отто Зонтагу, Деборе Маккей и Старлингу Лоуренсу за неоценимую помощь.

Очень ценный вклад в работу внесла Джудит Мэлкил. Она тщательно отредактировала каждую страницу рукописи и оказывала помощь на каждой стадии подготовки книги к выходу в свет. Мне трудно найти слова, чтобы выразить ей всю глубину своей благодарности.

Наконец, мне хотелось бы сказать спасибо всем тем, кто помогал мне в работе над прежними изданиями книги. Это Ясин Аит-Сахалья, Джеффри Балаш, Дэвид Баньярд, Говард Бейкер, Лео Бейли, Клер Бейн, Гордон Биггар-младший, Джон Богл, Уильям Бомол, Линн Брейди, Джон Бреннен, Маркус Брунненмайер, Фрэнк Виснески, Стивен Голдфилд, Уильям Грант, Джон Деверо, Дебора Дженкинс, Барбара Джонсон, Джордж Джонстон, Дуглас Дэниелс, Роберт Зенович, Роджер Ибботсон, Клер Кабеллас, Ричард Квандт, Кей Керр, Фрэнсис Киннири, Эндрю Кларк, Эбби Джозеф Коэн, Уолтер Ленхард, Джеймс Литвак, Мелисса Макгиннис, Уилл Макинтош, Йен Маккиннон, Кейт Маллинз, Эдвард Маттиас, Цзянпин Мей, Барбара Мейнс, Келли Мингон, Уильям Миникоци, Джонатан Мэлкил, Сол Мэлкил, Уитни Мэлкил, Гэбриэл Наполитано, Джеймс Норрис, Гейл Пастер, Эмили Пастер, Джордж Патнэм, Бредли Перри, Дональд Питерс, Мишель Питерсон, Джоан Райан, Джеймс Рип, Майкл Ротшильд, Роберт Саломон-младший, Джордж Смит, Шен Сон, Джордж Сотер, Вили Спет, Джеймс Стетлер, Джеймс Стоффел, Дэвид Твардок, Рейви Толани, Бартон Томас, Марк Томпсон, Джим Тройер, Линда Уилер, Стив Фанстайн, Барри Фельдман, Роджер Форд, Сара Хаммер, Лейла Хеккман, Уильям Хелман, Харрисон Хонг, Лестер Чендлер, Кристал Шеннон, Пиа Эллен, Эндрю Энджел и Питер Эш.

## Часть первая Акции и их стоимость

### 1

#### Прочный фундамент или воздушные замки?

*Кто такой циник? Это человек, который знает цену всем вещам,  
но понятия не имеет об их ценности.*

*Оскар Уайльд. Веер леди Уиндермир*

В этой книге я приглашу вас на прогулку по Уолл-стрит и буду сопровождать на всем пути по сложному миру финансов, давая практические советы в области инвестиционной стратегии. Многие специалисты утверждают, что индивидуальный вкладчик сегодня практически не имеет шансов по сравнению с профессионалами Уолл-стрит. При этом они указывают на применяемые профессионалами инвестиционные стратегии, использование сложных деривативных инструментов и высокочастотного трейдинга, ссылаются на сообщения прессы о мошенничествах со счетами, корпоративных сговорах, слиянии гигантских компаний и очень прибыльной деятельности хедж-фондов. Все это якобы предполагает, что индивидуальному инвестору не осталось места на современном фондовом рынке. Ничто не может быть дальше от истины. Вы можете добиться не меньших, а может, даже и больших успехов, чем эксперты. Именно частные вкладчики сохранили хладнокровие во время биржевого обвала в марте 2009 года, воздержались от продажи акций, а затем воспользовались вновь выросшим курсом к собственной выгоде. А многие из профессионалов вынуждены были снять с себя последнюю рубашку в 2008 году, когда они пользовались деривативными стратегиями, не понимая их сути, и в начале 2000-х годов, когда они перегрузили свои инвестиционные портфели акциями высокотехнологичных отраслей, явно завышенными в цене.

Эта книга представляет собой путеводитель для индивидуального инвестора. Она охватывает все темы – от страхования до подоходного налога. Книга подскажет вам, как застраховать свою жизнь, не платя при этом лишнего банкам и брокерам. Она даже расскажет, как поступать с золотом и бриллиантами. Но главным образом эта книга посвящена акциям – тому виду инвестиций, который обеспечивал самые щедрые доходы в прошлом и, видимо, предоставит еще немало выгодных возможностей вкладчикам в будущем. Описанные в четвертой части особенности инвестирования для вкладчиков любой возрастной категории, включая пенсионеров, помогут им сформировать инвестиционный портфель в соответствии со своими финансовыми целями.

#### Что такое «случайное блуждание»?

Случайным мы называем блуждание, в ходе которого дальнейшие шаги и направление движения не могут быть предсказаны на основании наших предшествующих действий. Если применить этот термин к фондовому рынку, то это означает, что краткосрочные колебания цен на акции непредсказуемы. Всевозможные консультативные службы, биржевые оракулы и сложные графики не имеют никакого смысла. На Уолл-стрит не любят термин «случайное блуждание». В обращение его пустили академические круги, описывая им действия профессиональных биржевых предсказателей. Проще говоря, он означает, что обезьяна с завязанными

глазами, наугад мечущая дротики в биржевые ведомости, может сформировать инвестиционный портфель, который ничем не уступит пакету акций, тщательно отобранному экспертами.

Однако финансовые аналитики, одетые в строгие костюмы в полоску, не любят, когда их сравнивают с голозадыми мартышками. Они, в свою очередь, утверждают, что ученые мужи настолько погрязли в своих уравнениях и греческих символах, что уже не могут отличить «быка» от «медведя». Биржевые профессионалы противопоставляют нападкам ученых две методики, именуемые «фундаментальным» и «техническим» анализом (мы рассмотрим их во второй части). Академики в ответ усложняют концепцию случайного блуждания, выделяя в ней три версии (слабую, полусильную и сильную) и создавая собственную теорию – новую инвестиционную технологию. Она включает в себя так называемую «концепцию бета» (в том числе «умную бету»), которой будет посвящен отдельный рассказ. В начале 2000-х годов кое-кто из ученых согласился с практиками в том, что фондовый рынок все же в определенной степени предсказуем. Однако, как вы можете наблюдать, война по этому поводу по-прежнему продолжается и ведется все ожесточеннее, так как ставками в ней служат выборные должности для академиков и денежные премии для практиков. Именно поэтому, на мой взгляд, вам понравится это случайное блуждание на Уолл-стрит. В нем есть все элементы высокой драмы. В нем приобретаются и теряются целые состояния, и все это сопровождается классическими аргументами о причинах подобных явлений.

Но прежде, чем начать, мне стоило бы представиться и подтвердить свою квалификацию гида. В процессе написания этой книги я основывался на трех моментах своей биографии, каждый из которых позволяет мне взглянуть на фондовый рынок под различным углом.

Во-первых, надо упомянуть о профессиональном опыте в области анализа инвестиций и управления инвестиционными портфелями. В начале своей карьеры я работал в одной из ведущих инвестиционных компаний на Уолл-стрит, а позднее вошел в инвестиционный комитет транснациональной страховой компании и на протяжении многих лет был директором одной из самых крупных инвестиционных фирм в мире. Эту сторону деятельности трудно переоценить. Как говорится, в жизни есть такие вещи, которых не дано понять девственнице. То же самое можно сказать и о фондовом рынке.

Во-вторых, я экономист и член советов директоров нескольких инвестиционных фирм. Специализируясь на страховых рынках и инвестиционном поведении, я приобрел богатый опыт научно-исследовательской деятельности в этой сфере и располагаю результатами новейших исследований.

И наконец, всю свою жизнь я был инвестором и успешно играл на бирже. Я не собираюсь рассказывать вам о том, каких успехов добился в данной сфере, так как принято считать, что ученый не способен делать деньги. Профессор может получить крупную сумму в наследство или выгодно жениться, он может тратить большие деньги, но никому и никогда не придет в голову, что он способен их заработать. Это не соответствует его статусу. Считается, что преподаватели – слишком узкая специализация. По крайней мере, так часто утверждают политики и администраторы, пытаясь оправдать низкие ставки оплаты труда ученых. Принято полагать, что они должны стремиться к новым знаниям, а не к материальному вознаграждению. Поэтому я буду рассказывать вам о своих победах на Уолл-стрит только на примерах из прошлой жизни.

В данной книге содержится множество фактов и цифр. Пусть вас это не тревожит. Она рассчитана на обывателя и дает практичные, проверенные временем советы по инвестированию. Вам не нужна специальная подготовка, чтобы следить за ходом моей мысли. Все, что вам потребуется, – это интерес и желание, чтобы ваши деньги работали на вас.

## Инвестирование как образ сегодняшней жизни

Пожалуй, пора объяснить, что я имею в виду, говоря об инвестировании, и чем это понятие отличается от биржевых спекуляций. Я рассматриваю инвестирование как приобретение определенных активов с целью получения прибыли в форме предсказуемых поступлений (дивидендов или процентов) на протяжении длительного времени. Именно продолжительность периода возврата вложенных денег и предсказуемость отличают инвестирование от спекуляции. Спекулянт покупает акции в надежде на то, что они прибавят в цене по прошествии нескольких дней или недель. Инвестор же приобретает акции в расчете на то, что они будут создавать предсказуемый доход и расти в цене на протяжении нескольких лет или десятилетий.

Хочу сразу со всей определенностью сказать, что эта книга не для любителей спекуляций. Я не буду обещать вам моментального обогащения и биржевых чудес. Подзаголовок к моей книге мог бы звучать примерно так: «Как стать богатым медленно и уверенно». Запомните: для того, чтобы вы не несли потери, ваши инвестиции должны давать процент дохода, равный уровню инфляции.

В большинстве экономически развитых стран мира в начале 2000-х годов инфляция составляла около 2 процентов или даже меньше, и многие аналитики полагают, что относительная стабильность цен будет сохраняться и впредь. Они считают, что инфляция – это скорее исключение, чем правило, и что прошлые исторические периоды бурного технического прогресса и мирного развития экономики обычно характеризовались стабильными или даже снижающимися ценами. Предполагается, что в ближайшие десятилетия века инфляция будет незначительной или равной нулю, однако, на мой взгляд, инвесторы не должны исключать того, что в обозримом будущем она опять ускорится. Хотя в 1990-е и в начале 2000-х годов производительность труда и увеличилась, в последнее время она опять снизилась. Из истории нам известно, что любые попытки улучшить экономическую обстановку ведут к нестабильности. Более того, поскольку наша экономика во все большей мере ориентируется на сферу услуг, рост производительности труда будет сталкиваться со все большими трудностями. Даже в XXI веке нам по-прежнему нужны будут четыре музыканта, чтобы сыграть струнный квартет, и один хирург, чтобы вырезать аппендикс. Если зарплата музыкантов и хирургов будет постоянно расти, то, соответственно, подорожают билеты на концерт и увеличится стоимость операций. Поэтому ошибочным было бы полагать, что нас не должны тревожить растущие цены.

Если уровень инфляции подрастет до 2–3 процентов – а это существенно более низкий показатель, чем в 1970-х и в начале 1980-х годов, то нашей покупательной способности будет нанесен тяжелый удар. Приведенная ниже таблица демонстрирует, к чему привела средняя 4-процентная инфляция за период с 1962 по 2018 год. Моя утренняя газета стала дороже на 5900 процентов, а маленькая плитка шоколада Hershey, которую я съедаю после обеда, подорожала в 30 раз и при этом стала меньше, чем в 1962 году, когда я заканчивал школу. Если рост инфляции продолжится теми же темпами, то к 2025 году сегодняшняя утренняя газета будет стоить больше пяти долларов. В связи с этим становится ясно, что мы должны бороться даже с относительно слабой инфляцией и использовать инвестиционные стратегии, позволяющие сохранить нашу реальную покупательную способность. В противном случае нам придется смириться со все ухудшающимся уровнем жизни.

Инвестирование – тяжелый труд, и не следует заблуждаться по этому поводу. В беллетристике хватает примеров, когда из-за недостатка знаний или просто пренебрежения к денежным вопросам терялись целые семейные состояния. Разве можно забыть великую пьесу Чехова «Вишневый сад»? К разорению семью Раневских привело свободное предпринимательство, а вовсе не марксистская система. Они ничего не делали для того, чтобы сохранить свои деньги. Даже если вы полностью доверяете управление своими средствами какому-нибудь консуль-

танту либо фонду, то все же следует заранее выяснить, что представляет собой консультант или фонд, который будет распоряжаться вашими деньгами. Вооружившись информацией, приведенной в этой книге, вы сможете легче принимать решения относительно вложения своих денег.

## К чему приводит инфляция

	<i>Средние цены 1962 г., долл.</i>	<i>Средние цены 2018 г., долл.</i>	<i>Процент роста</i>	<i>Средне- годовой уровень ин- фляции, %</i>
Потребительский индекс	30,2	251	731,1	3,9
Плитка шоколада Hershey	0,05	1,59	3080,0	6,4
Газета New York Times	0,05	3,00	5900,0	7,6
Пересылка письма по почте	0,04	0,50	1150,0	4,6
Галлон бензина	0,31	2,90	835,5	4,1
Гамбургер в McDonald's	0,28*	4,79	1610,7	5,2
Автомобиль Chevrolet	2529,00	26000,00	928,1	4,2
Холодильник	470,00	1397,00	197,2	2,0

\* Данные 1963 года.

Источник цен 1962 года: журнал *Forbes*, 1 ноября 1977 г. Источник цен 2018 года: различные правительственные и частные источники.

Однако намного важнее то, что инвестирование – это веселое и радостное занятие. С какой радостью можно противопоставить свой интеллект биржевому сообществу и наблюдать, как растут ваши капиталы. Очень увлекательно следить за приростом вложенных средств и отмечать при этом, что он превышает по размерам ваш оклад на работе. Все это чрезвычайно стимулирует интерес к новым финансовым продуктам, услугам и идеям. Преуспевающий инвестор – это, как правило, всесторонне развитый человек, который с естественным любопытством и интересом трудится над наращиванием своего богатства.

## Инвестиционные теории

Возврат вложенных средств (независимо от того, о чем идет речь: о покупке обыкновенных акций или бриллиантов) в определенной степени всегда зависит от будущих событий и обстоятельств. Именно это делает инвестирование таким увлекательным занятием. Это игра,

успех которой зависит от способности предсказывать будущее. По традиции профессионалы биржи используют один из двух основных подходов к оценке активов: теорию прочного фундамента или теорию воздушных замков. С использованием этих теорий были выиграны – или проиграны – миллионы долларов. Еще больше драматичности добавляет то обстоятельство, что обе эти теории взаимно исключают друг друга. Понимание данных подходов имеет особую важность, если вам приходится принимать решение о вложении денег. Это необходимая предпосылка, которая может уберечь вас от серьезных ошибок. В конце XX века на бирже приобрела популярность еще одна теория, рожденная в академических кругах и получившая название новой инвестиционной технологии. Ниже я познакомлю вас с этой теорией и с тем, как применять ее к инвестиционному анализу.

## Теория прочного фундамента

Теория прочного фундамента утверждает, что любой объект инвестирования, будь то обыкновенная акция или недвижимость, имеет твердую привязку к определенной присущей ему ценности, которая может быть определена путем тщательного анализа существующих условий и будущих перспектив. Если рыночная цена ниже (или выше) этого прочного фундамента внутренней стоимости, то возникает окно возможности покупки (или продажи) данного объекта. Длится оно недолго, так как подобные отклонения вскоре сами собой придут к норме, во всяком случае, так гласит теория. Таким образом, инвестирование представляет собой скучный и незамысловатый процесс сравнения текущей цены с фундаментальной оценкой.

Джон Уильямс в своей работе «Теория инвестиционной стоимости» (The Theory of Investment Value) приводит формулу определения внутренней стоимости акций. Свою теорию Уильямс основал на доходах, поступающих в виде дивидендов. Всячески пытаясь усложнить простые вещи, он ввел в этот процесс концепцию дисконта, предполагающую взгляд на доход как бы с обратной стороны. Вместо того чтобы выяснять, сколько денег будет у вас в следующем году (скажем, 1,05 доллара, если вы вложили 1 доллар в сберегательный сертификат с 5 процентами доходности), вы рассматриваете будущие деньги с точки зрения того, сколько они будут стоить в то время (например, сегодняшний один доллар будет стоить в следующем году всего 95 центов, и именно эту сумму надо вложить под 5 процентов, чтобы на выходе получить доход, примерно эквивалентный одному доллару).

Уильямс действительно утверждал это всерьез. Далее он выдвигал тезис, что внутренняя ценность акции равна действительной (или дисконтной) сумме всех дивидендов, которые будут выплачены по ней в перспективе, и советовал инвесторам применять концепцию дисконта к будущим доходам. Мало кто мог во всем этом разобраться, но термин «дисконт» получил широкое распространение в среде инвесторов. Он стал еще более популярным с легкой руки профессора Йельского университета Ирвинга Фишера – уважаемого экономиста и инвестора.

Логика теории прочного фундамента вполне заслуживает уважения, а проиллюстрировать ее можно на примере обыкновенных акций. Теория утверждает, что стоимость акции должна основываться на сумме вознаграждений, которые фирма будет в состоянии выплатить по ней в перспективе в виде дивидендов. Вполне логично, что чем выше процент дивидендов и динамика их роста, тем больше стоимость акции. В соответствии с этим утверждением различия в динамике роста являются важным фактором для определения стоимости акций. Но тут есть один скользкий момент, который касается будущих ожиданий. Аналитики должны определить не только процент прироста на долгосрочную перспективу, но и то, какой будет продолжительность этой стадии роста. Если рынок проявляет чрезмерный оптимизм относительно того, на какой срок удастся сохранить тенденцию роста, то Уолл-стрит придерживается мнения, что дисконтный процесс продолжается постоянно и непрерывно. Все дело в том, что

теория прочного фундамента полагается на хитроумные предсказания о масштабах и продолжительности будущего роста. Таким образом, фундамент внутренней стоимости оказывается не столь уж надежным, как об этом заявляют.

Теория прочного фундамента оказала влияние не только на ученых-экономистов. Благодаря весьма влиятельной книге Бенджамина Грэма и Дэвида Додда «Анализ ценных бумаг» ее приверженцами стало целое поколение аналитиков Уолл-стрит. Надежный инвестиционный менеджмент, как утверждали практикующие аналитики, заключается лишь в том, чтобы покупать ценные бумаги, стоимость которых временно находится ниже их внутренней стоимости, и продавать их, если эти цены временно поднимаются выше этой границы. Все очень просто. Возможно, одним из самых прилежных учеников Грэма и Додда был Уоррен Баффет, которого прозвали «мудрецом из Омахи». Говорят, что, следуя рекомендациям теории прочного фундамента, Баффет установил вошедший в легенду рекорд доходности инвестиций.

## Теория воздушных замков

Инвестиционная теория воздушных замков строится на психологических факторах. Джон Мейнард Кейнс, выдающийся экономист и преуспевающий инвестор, впервые изложил основы этой теории в 1936 году. По его мнению, профессиональные инвесторы предпочитают тратить свою энергию не на вычисление внутренней стоимости ценных бумаг, а на анализ вероятного будущего поведения широких масс вкладчиков и на то, как в периоды оптимизма их надежды превращаются в призрачные воздушные замки. Удачливый инвестор старается предугадать, какая ситуация может побудить публику начать строить воздушные замки, и приступает к покупке акций незадолго до этого момента.

По мнению Кейнса, следование теории прочного фундамента требует слишком большого труда и дает сомнительные результаты. Кейнс на практике применял все методы, которые проповедовал. В то время как большинство лондонских финансистов корпели с утра до вечера в переполненных офисах, он занимался биржевыми спекуляциями, не вставая с кровати, в течение получаса каждое утро. Такой «ленивый» метод инвестирования принес ему несколько миллионов фунтов стерлингов и позволил в 10 раз увеличить объем финансирования Королевского колледжа в Кембридже, в котором он преподавал.

В годы Великой депрессии, на которые приходится время расцвета славы Кейнса, большинство людей обращали внимание главным образом на его идеи, касавшиеся оживления экономики. В то время им было не до строительства воздушных замков. Тем не менее в своей книге «Общая теория занятости, процента и денег» Кейнс посвятил целую главу фондовому рынку и важности учета ожиданий инвесторов.

Говоря об акциях, Кейнс отмечал, что никто доподлинно не знает, какие факторы окажут влияние на перспективы их доходности и размер дивидендов. В результате, по словам Кейнса, большинство людей обеспокоены главным образом не тем, чтобы спрогнозировать размер дохода от инвестиций на длительную перспективу, а тем, чтобы предугадать краткосрочные изменения в их оценке незадолго до того, как это сделают остальные. Другими словами, Кейнс в изучении фондового рынка применял не финансовые, а психологические принципы. Он писал: «Неразумно платить 25 фунтов за акцию, даже если вы знаете, что ее реальная цена составляет 30 фунтов, но при этом предполагаете, что через три месяца рынок оценит ее всего в 20 фунтов».

Кейнс описал процесс игры на бирже, используя аналогию, вполне понятную для его земляков-англичан. Представьте себе, что вы присутствуете на конкурсе красоты, где нужно выбрать шесть самых красивых лиц из ста представленных фотографий. Главный приз будет вручен тому, чей выбор будет максимально совпадать с выбором большинства.

Умный игрок сразу же поймет, что его личные критерии красоты роли не играют. Лучше отобрать те лица, которые могут показаться красивыми большинству других игроков. Но такая логика имеет тенденцию развиваться наподобие снежного кома. Ведь другие игроки, скорее всего, будут придерживаться такой же линии поведения. Поэтому оптимальная стратегия заключается не в том, чтобы отобрать лица, которые другие игроки могут счесть самыми красивыми, а в том, чтобы предсказать, каким будет общее мнение относительно того, каким будет общее мнение, и так далее до бесконечности. Такие вот вещи творятся на британских конкурсах красоты.

Аналогия с этим конкурсом представляет собой доведенную до крайней точки теорию воздушных замков относительно определения стоимости акций. Акция оценивается покупателем в определенную сумму денег, поскольку он предполагает продать ее кому-то другому по более высокой цене. Таким образом, цена акции как бы сама тянет себя вверх. Новый покупатель, в свою очередь, ожидает, что сможет перепродать ее еще дороже.

Предполагается, что в мире каждую минуту рождается очередной дурак. Он-то и будет претендовать на покупку у вас акций по более высокой цене. Любая цена считается приемлемой при условии, что найдется кто-то, согласный заплатить еще больше. Во всем этом нет никакого внутреннего смысла, здесь присутствует только психология масс. Все, что требуется от умного вкладчика, – это вступить в игру на максимально более ранней стадии. В обиходе эту теорию называют также теорией «последнего дурака». Нет ничего страшного в том, чтобы приобрести акцию за тройную цену, если позднее удастся найти наивного покупателя, который заплатит за нее в пять раз больше, чем она стоит.

У теории воздушных замков имеется немало сторонников как среди практиков, так и среди теоретиков. Роберт Шиллер в своей широко известной книге «Иррациональный оптимизм» пишет, что мания, охватившая покупателей в конце 1990-х годов по поводу акций интернет-компаний и компаний, работающих в сфере высоких технологий, высокотехнологичных товаров и услуг, может быть объяснима только исходя из психологии масс. На экономических факультетах университетов и в бизнес-школах в начале 2000-х годов самыми популярными темами исследований были поведенческие теории фондового рынка. Психолог Даниел Канеман стал лауреатом Нобелевской премии 2002 года в области экономики за основополагающий вклад в поведенческую экономику. Ранее первенство в этой отрасли принадлежало Оскару Моргенштерну, который утверждал, что поиски внутренней стоимости акций можно сравнить с охотой за блуждающими огоньками. В экономике, построенной на обмене, стоимость любой вещи зависит только от нынешнего или будущего спроса и предложения. Моргенштерн считает, что у каждого инвестора на рабочем столе должно быть латинское изречение:

*Res tantum valet quantum vendi potest<sup>1</sup>.*

## Как предпринимать случайные блуждания

Итак, после краткого вступления давайте вместе отправимся на прогулку в дебри инвестирования, причем прогулка эта будет проходить главным образом по Уолл-стрит. Моя первая задача будет состоять в том, чтобы познакомить вас с историческими примерами ценообразования и показать, как они соотносятся с двумя теориями определения цен на объекты инвестирования. Еще Сантаяна предостерегал, что если мы не усвоим уроки прошлого, то будем обречены повторять одни и те же ошибки. Поэтому я опишу характерные примеры людского безумия из далекого и недавнего прошлого. Кое-кто из читателей снисходительно усмехнется, прочитав об ажиотажном спросе на луковицы тюльпанов в Голландии в XVII веке и о лопнув-

---

<sup>1</sup> Любая вещь стоит столько, сколько за нее готовы заплатить.

шем «пузыре» компании South Sea в XVIII веке в Англии. Но при этом нельзя не учитывать, что подобная мания охватывала вкладчиков в 1970-е годы в связи с пятьюдесятью самыми популярными «голубыми фишками». Невероятный ажиотаж вокруг цен на земельные участки и акции в Японии и столь же невероятный обвал цен на них в начале 1990-х годов, безумие по поводу акций интернет-компаний в конце 1990 – начале 2000-х годов и пузырь на рынке недвижимости США 2006–2007 годов лишний раз доказывают, что мы все еще подвержены ошибкам прошлого.

## 2

### Безумие толпы

*Октябрь – один из самых опасных месяцев в году для биржевых спекуляций. Остальные опасные месяцы: июль, январь, сентябрь, апрель, ноябрь, май, март, июнь, декабрь, август и февраль.*

*Марк Твен. Вильсон Мякинная Голова*

Жадность, овладевающая массами, всегда была главной причиной всех основных биржевых бумов в истории. Охваченные алчностью участники рынка отбрасывают в сторону прочный фундамент стоимости в призрачной, но такой привлекательной надежде, что им тоже удастся построить себе воздушный замок. Подобный ажиотаж охватывал порой целые нации.

Психология спекуляции – это поистине театр абсурда. Некоторые из пьес, сыгранных в этом театре, представлены в данной главе. Воздушные замки в них строились на голландских тюльпанах, английских «мыльных пузырях» и старых добрых американских «голубых фишках». В отдельных случаях кому-то удавалось заработать какие-то деньги, но лишь немногие из участников избежали потерь.

История преподает нам урок: теория воздушных замков хорошо объясняет подобные спекулятивные эксцессы, однако попытки предугадать изменчивую реакцию толпы – это крайне опасная игра. В 1895 году Гюстав Лебон в своей классической работе писал: «В толпе нет ума, в ней накапливается только тупость». Видимо, не многие читали его книгу. Сегменты рынка, взмывающие ввысь только за счет массовой психологии, неизбежно должны рухнуть, повинувшись финансовому закону тяготения. Нежизнеспособные цены могут сохраняться годами, но в один прекрасный момент они падают. Это происходит с неотвратимостью землетрясения, причем чем шире разгул, тем сильнее наступающее похмелье. Лишь немногие из опрометчивых строителей воздушных замков обладают достаточной ловкостью и проницательностью, чтобы вовремя предугадать этот момент и выйти из игры, не потеряв деньги, когда все вокруг начинает рушиться.

### Тюльпанное сумасшествие

Это была одна из самых сильных лихорадок быстрого обогащения, особенно если учесть, что случилась она в спокойной старой Голландии начала XVII века. Толчок событиям, приведшим к подобному безумию, был дан в 1593 году, когда профессор ботаники из Вены привез в Лейден коллекцию необычных растений турецкого происхождения. Голландцам очень понравились цветы, которые удачно дополняли их цветники, но не понравились цены, которые профессор запрашивал за них в надежде получить неплохой навар. Однажды ночью вор забрался в дом к профессору и украл цветочные луковицы, а затем перепродал их по более низкой цене, но со значительно большей прибылью.

В течение последующих десяти лет тюльпаны стали популярным, хотя и недешевым украшением голландских садов. Затем многие из них стали жертвой несмертельной болезни, вызванной так называемым мозаичным вирусом. Этот вирус стал спусковым крючком для развернувшейся дикой спекуляции цветочными луковицами. Вирус вызывал изменение окраски лепестков, создавая на них контрастные полосы, напоминавшие языки пламени. Луковицы таких тюльпанов ценились голландцами выше всего. Уже вскоре цены на них диктовались исключительно модой. Чем причудливее был узор, тем выше цена.

Разразилась настоящая тюльпаномания. Сначала торговцы луковицами просто пытались предугадать наиболее модные расцветки для будущего года, как это делают создатели одежды,

изучая предпочтения покупателей в отношении тканей, цветов и фасонов. Затем они начали скупать луковицы в огромных количествах, ожидая последующего роста цен на них. И действительно, цены на тюльпаны поползли вверх. Чем дороже становились луковицы, тем больше людей считали их неплохим средством вложения денег. Чарльз Маккей, описывавший эти события в книге «Наиболее распространенные заблуждения и безумства толпы», отмечал, что по сравнению со спекуляцией луковицами тюльпанов все исконные области экономики страны отошли на задний план: «На тюльпанах помешались все: дворяне, горожане, крестьяне, механики, моряки, прислуга, даже трубочисты и старьевщики». Каждый из них думал, что эта лихорадка будет длиться вечно.

Люди, решившие, что дальше цены расти уже не могут, с завистью наблюдали, как их друзья и родственники получают невероятные барыши. Трудно было удержаться, чтобы не присоединиться к этому ажиотажу, что большинство голландцев и сделали. В последние годы этого тюльпанного безумия, которое длилось примерно с 1634 по 1637 год, люди продавали землю, драгоценности и мебель, чтобы приобрести луковицы в надежде на будущее богатство. Цены на них достигли поистине астрономического уровня.

Финансовый рынок крайне изобретателен. Если имеется спрос, то найдется и метод, позволяющий расширить спекуляцию. Таким инструментом для спекулянтов тюльпанами стала опционная торговля, схожая с той, что процветает в наши дни на фондовом рынке.

Опцион предоставлял право купить луковицы по фиксированным ценам (обычно соответствующим среднерыночным на данный момент) в течение какого-то определенного промежутка времени. За право участвовать в опционе приходилось заплатить 15–20 процентов от договорной цены. Таким образом, приобретение опциона на покупку луковицы, стоившей 100 гульденов, обходилось покупателю всего в 20 гульденов. Если цена на эту луковицу впоследствии возрастала, допустим, до 200 гульденов, то владелец опциона пользовался своим правом приобрести ее за 100 гульденов и тут же вернуть торговцу, но уже за 200. В этом случае его прибыль составляла 80 гульденов (100 гульденов разницы в цене минус 20 гульденов, уплаченных за опцион). Для него эта прибыль оказывалась четырехкратной. Если бы этот человек просто купил, а затем перепродал луковицу, то увеличил бы свои вложения всего в два раза. Опционы позволяли участвовать в рыночной игре, заплатив незначительные начальные ставки, и резко повысить отдачу от вложенных денег. Однако одновременно увеличивался и риск. За счет подобных инструментов торговцам удавалось расширить состав участников рынка. То же самое происходит и сегодня.

История того периода изобиловала всевозможными трагикомическими эпизодами. Однажды некий моряк принес богатому купцу добрую весть о прибытии корабля с новым товаром. Купец в знак благодарности решил угостить его завтраком, на который была подана вкусная селедка. Моряк, увидев на прилавке нечто похожее на лук, недолго думая, закусил им селедку. Он и подумать не мог, что простой луковице нечего было делать среди дорогого шелка и вельвета, а одна такая «луковица» могла бы кормить всю команду корабля в течение года. Это был ценный сорт тюльпана *Semper Augustus*. Моряку пришлось дорого заплатить за угощение. Хозяин, сразу же забывший о своем гостеприимстве, на несколько месяцев упрятал моряка в тюрьму.

Историки регулярно прибегают к новым интерпретациям прошлого, и некоторые из них пытаются переосмыслить все истории с лопнувшими «пузырями» и доказать, что в завышенных ценах все же был какой-то резон. Питер Гарбер, один из таких историков-ревизионистов, предположил, что цены на луковицы тюльпанов в Голландии XVII века все-таки имели большее логическое обоснование, чем принято считать.

Гарбер сделал несколько ценных наблюдений, и я не считаю, что в структуре цен на тюльпаны в то время не было никакого рационального зерна. Например, сорт *Semper Augustus* был очень редким и красивым, и, как правильно отмечает Гарбер, он высоко ценился еще до того,

как разразилась тюльпаномания. Более того, исследования Гарбера показывают, что высокие цены на отдельные редкие сорта тюльпанов сохранились и после общего краха, хотя их стоимость тоже упала в несколько раз. Однако Гарбер так и не отыскал рационального объяснения тому феномену, что цены на луковицы тюльпанов за один только январь 1637 года в 20 раз выросли, а затем в феврале еще в большей степени обесценились. Очевидно, как это всегда бывает в период спекулятивного помешательства, цены подскочили настолько, что кое-кто решил проявить благоразумие и продать свои луковицы. За ними последовали другие. Подобно снежному кому, катящемуся вниз по склону, этот процесс набирал скорость, и вскоре разразилась паника.

Правительство официально заявило, что для падения цен нет никаких оснований, но к этим заявлениям уже никто не прислушивался. Торговцы цветами разорялись и отказывались от контрактов на покупку луковиц. Был разработан правительственный план, который предусматривал реализацию всех ранее заключенных контрактов по ценам, составлявшим лишь 10 процентов от начальных, но и он потерпел крах, так как цены вскоре опустились даже ниже этой отметки и неуклонно продолжали падать. Вскоре большинство тюльпанных луковиц обесценилось настолько, что их можно было купить по цене обычного лука.

## **Афера компании South Sea**

Представьте себе, что вам звонит биржевой брокер и предлагает вложить деньги в новую компанию, у которой пока ни продаж, ни доходов – одни только заманчивые перспективы. «В какой отрасли работает эта компания?» – интересуетесь вы. «Извините, – отвечает брокер, – эти данные не разглашаются, но я обещаю вам несметные богатства». Вы наверняка откажетесь от участия в такой игре – и будете правы. Однако, когда 300 лет назад такая ситуация произошла в Англии, инвесторы поступили по-другому.

В те времена англичане были настолько богаты, что могли позволить себе швырять деньги направо и налево. Длительный период процветания привел к накоплению громадных капиталов, которые практически некуда было вложить. Владение акциями в те дни рассматривалось как некая привилегия. В 1693 году, например, было всего 499 владельцев акций компании East India. Владение акциями приносило им многочисленные выгоды. В частности, дивиденды по ним не облагались налогами. В число держателей входили и женщины, так как акции относились к тем немногим формам имущества, которым в Англии имели право владеть и женщины. В 1711 году была образована компания South Sea, призванная заполнить вакуум инвестиционного рынка. Таким образом правительство надеялось восстановить пошатнувшееся доверие к себе и доказать, что оно выполняет свои обязательства. Компания взяла у правительства кредит почти на 10 миллионов фунтов, и ей было предоставлено монопольное право осуществлять торговлю в южных морях. Публика почуяла крупную наживу и с нетерпением ожидала выпуска акций компании.

С самого момента своего создания South Sea начала получать доход за счет других. Держатели правительственных долговых обязательств просто обменивали их на долговые обязательства компании. South Sea скупала государственные облигации по 55 фунтов, а затем в момент официального образования компании превратила их в собственные акции, которые продавались уже по 100 фунтов. Ни один из руководителей South Sea не имел ни малейшего опыта торговли в Южной Америке. Однако это не помешало им быстро оснастить целый флот кораблей, перевозивших рабов из Африки (работоторговля в то время была самым прибыльным видом деятельности в Южной Америке). Правда, даже такой шаг не принес компании больших доходов, так как смертность среди рабов на кораблях была слишком высокой.

Однако у правления компании нельзя было отнять способности пускать пыль в глаза. Оно арендовало фешенебельный особняк в Лондоне, где в зале заседаний совета директоров стояло

тридцать черных стульев из бука с позолоченными обойными гвоздиками. Сидеть на них было неудобно, но они создавали весьма презентабельный вид. Тем временем корабль компании с грузом дерева, которое с нетерпением ожидали в Веракрусе, был направлен в Картахену, где весь груз сгнил в порту ввиду отсутствия покупателей. Тем не менее курс акций держался уверенно и даже слегка рос на протяжении нескольких последующих лет, несмотря на девальвационный эффект от бонусных дивидендов и на войну с Испанией, которая временно приостановила всю заморскую торговлю. Джон Карсвелл, автор замечательной книги «Афера „South Sea“» (The South Sea Bubble), писал о директоре компании Джоне Бланте, что тот «всю жизнь ходил с молитвенником в правой руке и проспектами своей фирмы – в левой, причем его правая рука никогда не знала, что творит левая».

Тем временем по другую сторону Ла-Манша еще один англичанин по имени Джон Ло создал очередную акционерную компанию. У Ло была мечта – заменить металлические деньги на бумажные, которые выпускались бы под гарантии правительства, а их производство контролировалось бы целой сетью местных агентств (создатели биткойна следуют старой традиции). Для реализации своих планов он приобрел захудалый концерн Mississippi Company и создал на его основе крупнейший в истории конгломерат с колоссальным капиталом.

Mississippi Company притягивала к себе спекулянтов и их деньги со всей Европы. Именно тогда появилось слово «миллионер». И в этом нет ничего удивительного, так как цена на акции компании выросла за два года со 100 до 2000 фунтов, хотя для такого роста не было никаких логических оснований. В какой-то момент общая стоимость акций компании более чем в 80 раз превзошла стоимость всех запасов золота и серебра Франции.

В это время на английской стороне Ла-Манша начали пробуждаться чувства патриотизма. Почему все капиталы уходят во Францию, в Mississippi Company? Что Англия может этому противопоставить? В качестве альтернативы вновь была избрана компания South Sea, перспективы которой начали несколько улучшаться, особенно с декабря 1719 года, когда был заключен мир с Испанией и исчезли препятствия в торговле с Южной Америкой. Предполагалось, что Мексика только спит и видит, как бы обменять свое золото на поставки хлопчатобумажных и шерстяных тканей из Англии. Это была система свободного предпринимательства в чистом виде.

В 1720 году совет директоров компании со свойственной ему алчностью решил обратиться свою репутацию в звонкую монету и предложил купить весь национальный долг Англии, составлявший в то время 31 миллион фунтов стерлингов. Это был смелый шаг, который понравился публике. Когда соответствующий законопроект был внесен в парламент, акции компании сразу же подскочили в цене со 130 до 300 фунтов.

Друзья и сторонники, которые способствовали принятию данного законопроекта, получили в качестве вознаграждения право на пакет акций. За акции не нужно было платить, но в случае повышения стоимости ценных бумаг компания готова была купить их, выплачивая владельцу разницу. Среди тех, кто получил такую льготу, были фаворитка Георга I и ее племянницы, которые имели поразительное внешнее сходство с королем.

Двенадцатого апреля 1720 года, спустя пять дней после утверждения законопроекта, South Sea выпустила новые акции по 300 фунтов за каждую. Приобрести их можно было в рассрочку: 60 фунтов вносились сразу, а оставшаяся сумма распределялась на восемь последующих платежей. Даже сам король не смог устоять и подписался на пакет акций общей стоимостью 100 тысяч фунтов стерлингов. Среди инвесторов развернулись настоящие бои за право обладания акциями. Чтобы утолить аппетиты публики, совет директоров South Sea объявил об очередном выпуске акций, на этот раз уже по 400 фунтов. Но покупателям и этого было мало. В течение месяца цена подскочила до 550 фунтов и продолжала расти. Пятнадцатого июня состоялся новый выпуск акций, и приобрести их можно было на еще более выгодных условиях: 10 процентов от стоимости в момент покупки, а следующий платеж наступал только

через год. Эти акции стоили уже 800 фунтов. Половина членов палаты лордов и более половины депутатов палаты представителей изъявили желание приобрести данные ценные бумаги. Тем временем цена выросла до 1000 фунтов. Спекулятивная горячка достигла своего апогея.

Даже такая компания, как South Sea, не в состоянии была удовлетворить спрос всех дураков, жаждавших расстаться со своими деньгами. Инвесторы начали искать другие возможности для вложения средств. Точно так же, как сегодня спекулянты заняты поисками новых компаний типа Google, в Англии в начале 1700-х годов они искали новую South Sea. Спрос рождает предложение, и на рынке стали возникать, словно грибы после дождя, новые фирмы, призванные утолить ненасытные аппетиты инвесторов.

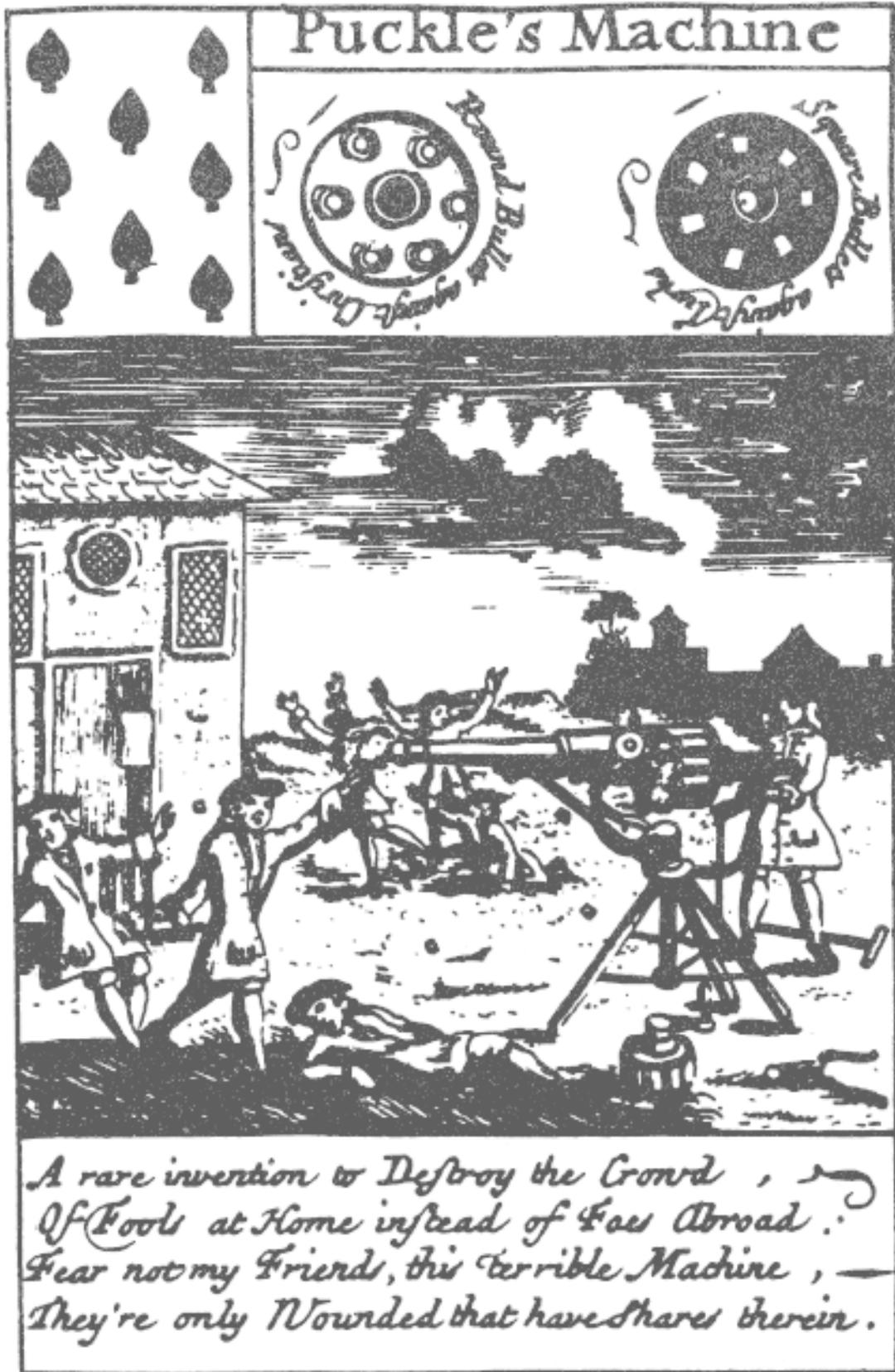
Новые финансовые предложения отличались самым широким спектром – от гениальных до самых абсурдных. В их число входил, например, импорт большого количества ослов из Испании (хотя их и в самой Англии хватало) или опреснение морской воды. Постепенно многие из этих предложений приобретали некий налет мошенничества. Так, например, один делец предлагал делать доски из опилок. В то время существовало более сотни различных проектов, один экстравагантнее другого, и каждый из них обещал громадные прибыли. Вскоре все они получили название «пузырей», и это было справедливо, поскольку, как и все пузыри, очень быстро лопались – как правило, уже через неделю.

Но публика, казалось, готова была купить все, что угодно. Повсеместно создавались новые компании по строительству кораблей для борьбы с пиратами, по разведению лошадей в Англии, по торговле человеческими волосами, по строительству больниц для незаконнорожденных детей, по извлечению серебра из свинца, по добыванию солнечного света из огурцов и даже по созданию вечного двигателя.

Однако пальма первенства, без сомнения, принадлежит одному неизвестному дельцу, который основал компанию, сулившую небывалые прибыли, но отказывался говорить, чем она будет заниматься. В девять часов утра, когда должна была начаться продажа акций этой компании, собравшаяся толпа покупателей в буквальном смысле снесла входную дверь. За пять часов тысяча вкладчиков рассталась с деньгами в обмен на акции. Сам владелец компании оказался не таким жадным, как покупатели. Он внезапно объявил о прекращении торгов и в тот же день покинул Англию. Больше о нем никто никогда не слышал.

Однако не все инвесторы, вкладывавшие свои деньги в «мыльные пузыри», были настолько наивными, чтобы поверить в предлагаемые схемы. Они чувствовали, что здесь какое-то жульничество, но верили в теорию последнего дурака и надеялись, что им удастся найти покупателей, которым можно будет перепродать акции еще дороже. Свои действия они считали вполне разумными, во всяком случае, в течение какого-то промежутка времени, пока существует спрос на эти ценные бумаги.

Если Бог решил кого-то наказать, то прежде всего он лишает его разума. Признаки конца наметились уже в тот момент, когда South Sea выпустила в продажу колоды игральных карт. На каждой карте была помещена карикатура на одну из компаний, которые лопались подобно мыльным пузырям. Одна из таких фирм, Puckle Machine Company, намеревалась начать выпуск оружия, которое могло стрелять как круглыми, так и квадратными пулями и ядрами. Фирма утверждала, что такое оружие произведет революцию в военном деле. На следующей странице мы приводим восьмерку пик, снабженную карикатурной подписью.



На рисунке сверху слева вокруг барабана «Для круглых пуль»; справа вокруг барабана «Для квадратных пуль»; снизу «Изобретение, предназначенное для того, чтобы уничтожить толпы отечественных дураков вместо иностранных врагов. Не бойтесь, друзья, этого ужасного оружия. Оно ранит только тех, кто приобрел акции этой фирмы».

Многие индивидуальные вкладчики лишились своих денег, но это не погасило спекулятивного энтузиазма у остальных. Однако в августе разразился скандал. Причем смертельный удар South Sea нанесла себе сама. Члены совета директоров и другие руководители поняли, что рыночная цена акций ни в коей мере не соответствует перспективам компании, и продали принадлежащие им пакеты акций.

### Цены на акции компании South Sea в период с 1717 по 1722 год



Источник: Ларри Нил. Становление финансового капитализма (The Rise of Financial Capitalism. Cambridge University Press, 1990).

Известие об этом просочилось к широкой публике, и курс акций начал падать. Вскоре он снизился до таких размеров, что разразилась паника. Приведенный здесь график дает представление о невиданном подъеме и падении курса акций South Sea. Правительство отчаянно пыталось восстановить доверие к компании, и полного краха удалось избежать. Точно так же рухнули цены и на акции Mississippi Company, когда общественность поняла, что выпуск бумажных банкнот породит не богатство, а только инфляцию. В число пострадавших от аферы South Sea попал и такой великий человек, как Исаак Ньютон, который, узнав о крахе компании, воскликнул: «Я могу рассчитать движение небесных тел, но не человеческую глупость».

Чтобы защитить общественность от дальнейших злоупотреблений, парламент принял специальный закон, запрещающий компаниям выпуск акций. Прошло более 100 лет, прежде чем этот закон был отменен в 1825 году. На протяжении всего этого времени на английском рынке было крайне мало акций.

## Уолл-стрит садится в лужу

Конечно, и луковицы тюльпанов, и торговля в южных морях – это уже история. А может ли нечто подобное случиться в наше время? Давайте обратимся к недавнему и более знакомому нам прошлому. В 1920-е годы настала очередь Америки – страны неограниченных возможностей. А поскольку всем известна американская приверженность идеалам свободы и развития, то США породили самый большой бум и самый громкий крах в истории цивилизации.

Условия для массового сумасшествия были благоприятными, как никогда. Страна переживала период невиданного благосостояния. Доверие к американскому бизнесу было безграничным. Бизнесменов приравнивали к религиозным миссионерам и чуть ли не обожествляли. Похожие параллели проводились и в противоположном направлении. Брюс Бартон, один из владельцев нью-йоркского рекламного агентства Batten, Barton Durstine & Osborn, писал в книге «Человек, которого никто не знает», что Иисус Христос был первым бизнесменом, а его притчи можно считать «самой мощной рекламной акцией всех времен».

Начиная с 1928 года игра на бирже стала любимым занятием нации. С марта 1928 по сентябрь 1929 года фондовый рынок испытал такой же рост в процентном отношении, как за весь период с 1923 по 1928 год. Курс акций ведущих промышленных корпораций увеличивался порой на 10–15 пунктов в день. Этот подъем наглядно отображает следующая таблица.

<i>Название компании</i>	<i>Цена при открытии торгов 3.03.1928</i>	<i>Наивыс- шая цена 3.09.1929*</i>	<i>Прирост за 18 меся- цев, %</i>
American Telephone & Telegraph	179½	335½	87,0
Bethlehem Steel	56½	140½	146,8
General Electric	128¾	396¼	207,8
Montgomery Ward	132¾	466½	251,4
National Cash Register	50¾	127½	151,2
Radio Corporation of America	94½	505	434,5

\* Скорректировано с учетом проводившихся сплитов акций и стоимости имущественных прав, возникших после 3 марта 1928 года.

Разумеется, широко распространенное мнение о том, что биржевыми спекуляциями занимались поголовно все, не соответствует действительности. Объем банковских кредитов, выданных под покупку акций, возрос с одного миллиарда долларов в 1921 году почти до 9 миллиардов в 1929 году. Однако в этом году всего один миллион вкладчиков приобрел акции в кредит. Тем не менее в обществе был широко распространен спекулятивный дух. Более того, биржевые спекуляции стали чуть ли не ядром американской культуры. Джон Брукс в книге

«Однажды в Голконде»<sup>2</sup> вспоминает о своих беседах с английским корреспондентом, который только что прибыл в Нью-Йорк. Тот говорил: «О чем бы ни зашел разговор: о сухом законе, Хемингуэе, воздушных кондиционерах, музыке или лошадях, – в конечном итоге он обязательно сводится к бирже, и только тогда беседа приобретает серьезный характер».

К сожалению, сотни улыбочивых клерков со всей готовностью помогали вкладчикам строить воздушные замки. Манипуляции на бирже побили все рекорды нечестной игры. Пожалуй, не найти лучшего примера для иллюстрации, чем деятельность инвестиционных пулов. Один из них сумел поднять цену акций компании RCA на 61 пункт за четыре дня.

Для работы инвестиционного пула требовалось, с одной стороны, тесное сотрудничество его участников, с другой – полное пренебрежение интересами вкладчиков. Обычно такие операции начинались с того, что группа дельцов объединялась с целью оказания влияния на стоимость той или иной акции. Они назначали из своего состава менеджера пула (который должен был быть настоящим артистом) и договаривались не ставить друг другу палки в колеса в ходе всей операции.

Менеджер на протяжении нескольких недель втихомолку скупал крупный пакет акций или, если была такая возможность, покупал опцион на приобретение значительного количества акций по текущим рыночным ценам во время определенного периода. Затем он подбирал себе в союзники кого-нибудь из брокеров.

Участники пула были в курсе того, что на их стороне стоит брокер. Его помощь заключалась в следующем: если, допустим, акция продается за 50 долларов, а вы хотите купить ее за 45 долларов, то даете соответствующее поручение брокеру. Он следит за ситуацией и, когда цена на акцию опускается до 45 долларов, покупает ее. Все подобные поручения по покупке ниже рыночной цены или по продаже выше рыночной цены он отмечает в своей личной записной книжке. Отсюда становится понятно, почему брокер приобретает такую ценность для менеджера пула. Записная книжка дает всю необходимую информацию о количестве и характере поручений от вкладчиков. Всегда полезно знать карты противника. Вот здесь-то и начинается игра.

Обычно менеджер поручал участникам пула продавать акции друг другу. Например, один продавал другому 200 акций по 40 долларов, а тот, в свою очередь, перепродавал их первому уже по 40<sup>1</sup>/<sub>8</sub>. Затем этот процесс повторялся с 400 акциями по цене 40<sup>1</sup>/<sub>4</sub> и 40<sup>1</sup>/<sub>2</sub> доллара. Да лее в действие вступал уже пакет из 1000 акций по 40<sup>5</sup>/<sub>8</sub> и 40<sup>3</sup>/<sub>4</sub> доллара. Все эти операции отражались на телеграфных лентах во всех брокерских конторах страны, и у тысяч людей возникала иллюзия некой активности. Они начинали думать, что здесь заваривается какая-то большая каша.

На этом этапе журналисты, работающие под контролем менеджера пула, начинали активно комментировать происходящие события, не скупаясь на положительные эпитеты. Менеджер обеспечивал поступление в прессу выгодной информации от руководства компании, с акциями которой он играл. Если все складывалось удачно – а в спекулятивной атмосфере 1928–1929 годов чаще всего так и случалось, – то вся цепь событий подталкивала публику в заданном направлении.

Публика, заглотив наживку, начинала лихорадочно скупать поднимающиеся в цене акции, а участники пула, наоборот, продавали их. Пока вкладчики успевали разобраться, что к чему, менеджер подбрасывал на биржу все новые и все более крупные пакеты акций, чтобы утолить их аппетит. В конечном итоге участники пула подсчитывали барыши, а вкладчики оставались с пакетом внезапно обесценившихся акций на руках.

Однако мошенникам вовсе не обязательно нужно было объединяться, чтобы обмануть публику. Многие должностные лица и руководители корпораций вполне справлялись с этой

---

<sup>2</sup> Голконда, ныне лежащая в руинах, когда-то была крупным индийским городом. Согласно легенде, каждый, кто через нее проезжал, становился богачом.

задачей и в одиночку. Взять хотя бы Альберта Виггина, главу второго по величине банка страны Chase. В июле 1929 года заоблачные курсы акций стали вызывать у него опасения, и он уже не рисковал играть на их дальнейшее повышение (уверяли, что с помощью пула, искусственно увеличившего стоимость акций его банка, Виггин нажил миллионы). Будучи уверенным, что перспективы банка весьма призрачны (в частности, из-за проведенных им спекуляций), он продал 42 тысячи акций. Это произошло как раз перед тем, как стоимость акций банка начала падать. Виггин надеялся, что впоследствии сможет приобрести те же самые акции по низкой цене и заработать на этом неплохие деньги. В принципе, это то же самое, как если бы он купил акции по низкой цене, а затем продал по более высокой, но только в обратном порядке.

Виггин очень удачно выбрал время для этой операции, так как сразу же после продажи акции Chase резко упали в цене, а затем осенью курс вообще обвалился. За счет этой махинации к ноябрю он нажил несколько миллионов долларов. Сомнительность подобной операции мало волновала Виггина. Правда, справедливости ради надо сказать, что он не стал продавать акции банка, принадлежавшие лично ему. Как бы там ни было, существующие ныне правила запрещают сотрудникам компаний подобные операции с акциями, находящимися в их личной собственности.

Третьего сентября 1929 года курсы акций на фондовом рынке достигли своего максимального значения за последнюю четверть века. «Бесконечная цепь процветания» неизбежно должна была оборваться, так как общая активность бизнеса пошла на спад уже за три месяца до этого. Высокие цены сохранялись и на протяжении следующего дня, а 5 сентября резко упали. Это падение получило название «обвала Бэбсона».

Оно было названо так в честь финансового консультанта из Уэлсли, штат Массачусетс, Роджера Бэбсона – высокого тощего человека с козлиной бородкой, в облике которого угадывалось что-то мефистофельское. В тот день на деловом завтраке в кругу финансистов он сказал: «Я повторяю то же самое, что говорил и год, и два года назад. Крах в конечном итоге неизбежен». Профессионалы с Уолл-стрит, как обычно, подняли на смех «оракула из Уэлсли».

Бэбсон предсказывал крах уже на протяжении нескольких лет, а тот все никак не наступал. Однако в два часа пополудни, когда заявление Бэбсона появилось на телеграфной ленте официальных ведомостей, курс акций перешел в крутое пике. В тот день за последний час биржевого ажиотажа акции American Telephone and Telegraph упали на 6 пунктов, Westinghouse – на 7, а U. S. Steel – на 9 пунктов. Пророчество Бэбсона сбылось. Крах биржи, который казался невероятным еще месяц назад, внезапно стал главной темой всех разговоров.

Доверие инвесторов было поколеблено. Плохих дней в сентябре оказалось значительно больше, чем хороших. Временами рынок был близок к полному обвалу. Банкиры и министры заверяли нацию, что поводов для беспокойства нет. Ирвинг Фишер, профессор Йельского университета, один из авторов теории внутренней стоимости, даже высказал мнение, которому суждено было стать бессмертным, что акции достигли «стабильно высокого плато цен».

В понедельник 21 октября события начали развиваться по классическому сценарию биржевого обвала. Падение цен на акции заставило многих вкладчиков приступить к их продаже. Это еще больше сказалось на их стоимости, что, в свою очередь, вызвало новую волну продаж. Объем продаж 21 октября составил более 6 миллионов акций. Тысячи вкладчиков следили за телеграфными лентами с последними новостями. Данные о результатах биржевых операций поступили лишь спустя час сорок минут после закрытия торгов.

Упрямый Фишер охарактеризовал падение цен как вытеснение с рынка мелких инвесторов, пытавшихся спекулировать на бирже. Он продолжал утверждать, что цены на акции не соответствуют их внутренней стоимости и вновь должны вырасти. Профессор уверял также, что рынок еще не успел в полной мере воспользоваться выгодами от принятия сухого закона, который сделал труд американских рабочих более производительным и предсказуемым.

День 24 октября, впоследствии получивший название «черный четверг», запомнился тем, что общий объем продаж достиг 13 миллионов акций. Порой цены падали на 5–10 долларов с каждой перепродажей. Некоторые акции буквально за пару часов обесценивались на 40–50 пунктов. На следующий день Герберт Гувер поставил свой знаменитый диагноз: «Фундаментальный бизнес в на шей стране имеет здоровую и крепкую основу».

Вторник 29 октября 1929 года стал одним из самых катастрофических дней в истории Нью-Йоркской фондовой биржи. По масштабам паники с ним могут сравниться только 19 и 20 октября 1987 года. В тот день в 1929 году было продано более 16,4 миллиона акций (это соответствовало бы нескольким миллиардам акций в 2018 году, когда на Нью-Йоркской бирже было зарегистрировано намного больше ценных бумаг). Масштаб краха отражен в приведенной ниже таблице, где дается динамика цен с осени 1929 до 1932 года. За исключением непотопляемой AT&T, акции которой обесценились лишь на три четверти, большинство «голубых фишек» к 1932 году потеряли в цене 95 и более процентов.

<i>Название компании</i>	<i>Цена<sub>max</sub> по состоянию на 3.09.1929*</i>	<i>Цена<sub>min</sub> по состоянию на 13.11.1929</i>	<i>Цена<sub>min</sub> в 1932 году</i>
American Telephone & Telegraph	304	197¼	70¼
Bethlehem Steel	140⅝	78¼	7¼
General Electric	396¼	168⅝	8½
Montgomery Ward	137⅝	49¼	3½
National Cash Register	127½	59	6¼
Radio Corporation of America	101	28	2½

\* Скорректировано с учетом проводившихся сплитов акций и стоимости имущественных прав, возникших после 3 сентября 1929 года.

Пожалуй, удачнее всех подвело итог этой катастрофы еженедельное издание шоу-бизнеса Variety, которое озаглавило свою статью «Уолл-стрит сел в лужу». Спекулятивный бум закончился, и миллиарды долларов, в которые оценивались акции, а также мечты вкладчиков о миллионах развеялись как дым. Вслед за крахом фондового рынка наступила самая разрушительная экономическая депрессия в истории США.

Тем не менее находятся историки-ревизионисты, которые говорят, что имелись действенные методы по обузданию сумасшествия фондового рынка в конце 1920-х годов. Например, Гарольд Бирман-младший в своей книге «Великие мифы 1929 года» (The Great Myths of 1929) утверждает, что цены на акции в тот период не были искусственно взвинчены, поскольку экономика продолжала процветать. Ведь, в конце концов, даже такие мудрые люди, как Ирвинг Фишер и Джон Мейнард Кейнс, считали, что стоимость ценных бумаг была вполне разумной. Бирман доказывает, что излишне преувеличенный оптимизм, державший биржу на плаву, мог бы считаться оправданным, если бы не порочная монетаристская политика. Крах, по его мнению, был спровоцирован действиями Федерального резерва, увеличившего учетную ставку для

обуздания спекулянтов. В утверждениях Бирмана есть доля истины, и некоторые сегодняшние экономисты возлагают вину за депрессию 1930-х годов на Федеральный резерв, политика которого вела к быстрому обесцениванию денег. Тем не менее история учит, что слишком резкое повышение цен на акции (так же как и общий рост цен на товары и услуги) редко заканчивается постепенным возвратом к относительно стабильному уровню. Даже если в 1930-е годы экономика и продолжала процветать, то цены на акции не должны были расти такими опережающими темпами, как в конце 1920-х годов.

Кроме того, аномальное поведение инвестиционных компаний и фондов закрытого типа (на деятельность которых я подробно остановлюсь в главе 15) ясно свидетельствует о нерациональном развитии фондового рынка в 1920-е годы. «Фундаментальная» стоимость закрытых фондов состоит из суммы рыночной стоимости ее активов. В большинстве случаев после 1930-х годов эти фонды продавали ценные бумаги примерно с 20-процентной скидкой по отношению к их внутренней стоимости. Однако с января по август 1929 года фонды ввели на продаваемые ценные бумаги надбавку в среднем 50 процентов. Более того, надбавки, установленные некоторыми известными фондами, были просто астрономическими. Goldman Sachs Trading Corporation продавала акции по цене вдвое выше номинала. Цена акций, продаваемых Tri-Continental Corporation, составляла 256 процентов от их внутренней стоимости. Это означало, что вы могли либо обратиться к брокеру с просьбой приобрести для вас на бирже, скажем, акции AT&T по любой рыночной цене, либо купить их в фонде, заплатив в два с половиной раза больше, чем они стоили на самом деле. Это не опечатка. Рыночные цены на акции в то время действительно были в 2,5 раза выше их истинной стоимости. Разумеется, основной причиной взвинчивания цен стал иррациональный спекулятивный азарт.

## **Краткое заключение**

Почему у нас такая короткая память? Почему уроки истории ничему нас не учат? У меня нет однозначного ответа на эти вопросы, но я убежден в правоте Бернарда Баруха, который говорил, что изучение этих событий поможет увеличить выживаемость инвесторов. В проигрыше на рынке постоянно оказываются, по моему убеждению, те, кто не может противостоять соблазну какой-нибудь очередной «тюльпанной лихорадки». Заработать деньги на бирже нетрудно. Трудно удержаться от соблазна выбросить деньги на какую-нибудь очередную спекуляцию, сулящую быстрое обогащение. Это достаточно очевидная истина, которая часто игнорируется.

### 3

## Оценка стоимости акций в 1960–1990-е годы

*Во всем есть мораль, только надо уметь ее найти!*  
*Льюис Кэрролл. Алиса в Стране чудес*

Безумие толпы может принимать удивительные масштабы. Приведенные выше примеры, а также множество других эксцессов все больше и больше убеждают людей в том, что деньги надо отдавать в управление профессиональным менеджерам, которые руководят огромными пенсионными и взаимными фондами, консультативными фирмами и тому подобными организациями. Возможно, для толпы характерно сумасшествие, но уж такие солидные организации наверняка стоят выше этого. Ну что ж, давайте посмотрим, что они собой представляют.

### Здравомыслие финансовых учреждений

В 1990-е годы на финансовые учреждения приходилось более 90 процентов всего объема торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже. Вы можете подумать, что продуманные и отточенные решения профессионалов должны быть гарантией недопущения экстравагантных ошибок прошлого.

И все же профессиональные инвесторы нет-нет да и участвовали в явно спекулятивных операциях в период с 1960-х по 1990-е годы. В каждом из этих случаев финансовые учреждения активно скупали акции не потому, что те продавались ниже своей действительной стоимости в соответствии с принципом прочного фундамента, а потому, что надеялись на еще большего дурака, которому можно будет перепродать их по более высокой цене. Поскольку такие спекулятивные тенденции присущи и сегодняшнему рынку, я полагаю, что наша экскурсия по различным финансовым компаниям будет для вас полезной.

### «Парящие» шестидесятые

#### Очередная «новая эра». Ажиотаж вокруг акций новых и быстрорастущих компаний

Начнем наше путешествие с 1959 года, когда я сам только приступал к своей деятельности на Уолл-стрит. В то время магическим словом был «рост», и порой ему придавалось прямо-таки мистическое значение. Такие растущие компании, как IBM и Texas Instruments, продавали в том году свои акции с коэффициентом доходности 80 (годом позже он опустился до 20–30).

Подвергать сомнению уместность такой оценки стоимости было равнозначно ереси. Эти цены не могли основываться на принципах прочного фундамента, однако инвесторы твердо верили, что покупатели легко смогут перепродать эти ценные бумаги по более высокой цене. Лорд Кейнс, должно быть, со спокойной улыбкой взирал на это с небес или из какого-то другого места, куда попадают экономисты после смерти.

Я все еще отчетливо вижу, как один из руководителей нашей компании только качал головой и говорил, что не знает ни одного вкладчика, который, помня об уроках краха 1929–1932 годов, стал бы покупать и держать акции с такой завышенной стоимостью. Однако молодые и горячие сотрудники не хотели даже слушать об этом. В журнале Newsweek цитировалось высказывание одного брокера: «Спекулянты уверены, что все покупаемое ими на следующий

день удвоит свою стоимость. Самое ужасное заключается в том, что так и происходит в действительности».

Но это были только цветочки. В стремлении утолить ненасытные аппетиты инвесторов в акциях фирм космического века промоутеры пошли на создание множества новых акционерных обществ. В 1959–1962 годах таких фирм было основано больше, чем в любой другой сопоставимый период истории. Мания создания новых акционерных обществ вполне могла соперничать по своему масштабу и, к сожалению, по расцвету мошенничества со временами лопнувшего «пузыря» компании South Sea.

Этот период получил название «бума троники», потому что названия новых фирм часто содержали всевозможные вариации и сокращения от слова «электроника», даже если они не имели никакого отношения к электронной промышленности. Да покупателей акций и не интересовало, чем конкретно занимается та или иная компания. Само слово «электроника» оказывало на них магическое воздействие.

Так, например, компания American Music Guild («Американская музыкальная гильдия»), которая занималась в основном мелкооптовой продажей грампластинок и проигрывателей, при акционировании сменила имя и стала называться Space-Tone («Космические звуки»). Акции практически сразу удвоились в цене, а в отдельные дни продавались даже в 14 раз дороже номинала.

Глава компании Dreyfus and Company Джек Дрейфус прокомментировал эту манию следующим образом:

Возьмем условно небольшую компанию Shoelaces («Шнурки»), которая уже на протяжении 40 лет занимается выпуском шнурков для ботинок и акции которой имеют вполне приличный коэффициент доходности – 6. Измените ее название на Electronics and Silicon Furth-Burners. На сегодняшнем рынке слова «электроника» и «силикон» равносильны увеличению коэффициента доходности до 15. Но главный фактор успеха – это слово Furth-Burners, которое ничего не означает и которого никто не понимает. Уже одно это может удвоить коэффициент. Таким образом 6 за производство шнурков плюс 15 за электронику и силикон дают уже 21. Умножьте эту цифру на два за Furth-Burners – и вы получите новую компанию с коэффициентом доходности 42.

Давайте предоставим слово цифрам. Компания Mother's Cookie («Мамино печенье») могла похвастаться значительными доходами. (Вы только представьте себе, что случилось бы, если бы эта фирма называлась Mother tron's Cookitronics!) Но спустя 10 лет стоимость акций этой компании была практически равна нулю. На сегодняшний день ни одной из перечисленных в таблице компаний уже не существует.

<i>Название компании</i>	<i>Дата выпуска акций</i>	<i>Начальная цена при выпуске</i>	<i>Цена в первый день торгов</i>	<i>Максимальная цена в 1961 г.</i>	<i>Минимальная цена в 1962 г.</i>
Boonton Electronics Corp.	6 марта 1961 г.	5½*	12¼*	24½*	1⅝*
Geophysics Corp.	8 декабря 1960 г.	14	27	58	9
Hydro-Space Technology	19 июля 1960 г.	3	7	7	1
Mother's Cookie Corp.	8 марта 1961 г.	15	23	25	7

\* За одну акцию в комплекте с сертификатом на предъявителя.

А где же все это время была Комиссия по ценным бумагам и биржам (КЦББ)? Разве выпуски акций новых компаний не должны предварительно регистрироваться в КЦББ? Разве она не вправе наказывать нарушителей за ложные и дезориентирующие заявления?

Да, комиссия находилась на месте, но по закону не имела права вмешиваться. После того как компания подготовила и распространила среди инвесторов проспект новых акций, комиссия уже не могла защитить покупателей от их собственных действий. Например, многие проспекты того времени содержали на видном месте примечание, набранное жирным шрифтом:

**ВНИМАНИЕ! КОМПАНИЯ НЕ ИМЕЕТ АКТИВОВ И ДОХОДОВ  
И НЕ СМОЖЕТ ВЫПЛАЧИВАТЬ ДИВИДЕНДЫ В ОБОЗРИМОМ  
БУДУЩЕМ. ПОКУПКА АКЦИЙ ЧРЕЗВЫЧАЙНО РИСКОВАНА.**

Но так же, как предупреждение на пачках сигарет не мешает многим вредить своему здоровью, предупреждение об опасности инвестирования не способно удержать спекулянтов от рискованных вложений денег. КЦББ может предупредить дурака, но не в состоянии помешать ему расстаться со своими деньгами. Покупатели новых акций были настолько убеждены в последующем росте цен, что эмитентов заботило не то, как продать акции, а то, как распределить их среди настойчивых покупателей.

Жульничество и рыночные манипуляции – это уже другая статья. Здесь КЦББ вправе принимать меры, и она их принимала. Действительно, многие из малоизвестных брокерских контор, ответственных за выпуски новых акций и манипулирование ценами на них, были ликвидированы или понесли серьезные финансовые потери.

«Бум троники» закончился в 1962 году. Новые акции, которые вчера шли нарасхват, сегодня оказались никому не нужны. Кое-кто из профессионалов отказался признать тот факт, что опрометчиво ввязался в спекуляцию. Некоторые оправдывались, что всегда легко задним числом судить о том, насколько высок или низок был курс акций. И лишь совсем немногие признавались, что определить подлинную ценность акций в каждый данный момент времени вряд ли кому удастся.

## Синергизм создает энергию. Бум конгломератов

Я уже говорил, что гениальность финансового рынка состоит в том, что если на что-то возникает спрос, то тут же появляется соответствующий продукт. Продукт, который был необходим инвесторам, назывался «рост доходов из расчета на одну акцию». Если смена наименования компании не обеспечивала должного результата, оставалось только ждать, пока кто-нибудь найдет другой способ. К середине 1960-х годов творчески мыслящие предприниматели обнаружили, что роста можно добиться за счет *синергизма*.

Синергизм – это такое свойство, которое позволяет к двум прибавить два и получить пять. Ведь совершенно очевидно, что две отдельные компании с оборотом по 2 миллиона долларов могут, объединив свои усилия, добиться совокупного оборота в 5 миллионов. Такое магическое, мистическое и прибыльное объединение называли конгломератом.

Хотя антitrustовское законодательство в те времена не разрешало крупным компаниям присоединять фирмы, работающие в той же отрасли, но оно позволяло без всяких неприятностей с министерством юстиции приобретать себе фирмы из других отраслей. Такие объединения производились ради достижения эффекта синергизма. Возникающий в результате синергизм стимулировал объем продаж и получение доходов в такой степени, какой невозможно было добиться в каждой из отраслей по отдельности.

На самом деле волна образования конгломератов в 1960-е годы была вызвана тем, что позволяла увеличить доход на каждую акцию. Разумеется, менеджерам конгломератов было проще добиться этого финансовыми средствами, чем совершенствованием навыков управления и повышением производительности труда. За счет некоторых несложных трюков они могли образовать группу компаний, не располагавших никаким базовым потенциалом, но обеспечивавших стабильный прирост доходов на акцию. Приведенные ниже примеры показывают, каким образом это достигалось.

Предположим, у нас есть две компании: электронная фирма Able Circuit Smasher и фирма Baker Candy, производящая шоколад. Каждая из них выпустила по 200 тысяч акций. Идет 1965 год, и каждая компания имеет ежегодный доход один миллион долларов, то есть по 5 долларов на акцию. Теперь предположим, что бизнес у них не развивается и, следовательно, доход постоянно остается на одном и том же уровне.

Однако акции компаний продаются по разной цене. Поскольку Able Circuit Smasher работает в сфере электроники, рынок оценивает коэффициент ее доходности в 20. Умножая его на 5 долларов (доход на 1 акцию), мы получаем стоимость акции – 100 долларов. Сфера бизнеса Baker Candy не столь престижна, и коэффициент доходности ее акций составляет 10. Следовательно, при равном доходе на акцию стоимость акций этой компании составляет всего 50 долларов.

Управление Able Circuit решает образовать конгломерат и предлагает произвести взаимный обмен акциями в соотношении 2:3. Держатели акций фирмы Baker получают две акции Able стоимостью 200 долларов за каждые три акции Baker, которые стоят всего 150 долларов. Разумеется, это весьма соблазнительное предложение, и акционеры фирмы Baker встречают его с энтузиазмом.

Получился весьма перспективный конгломерат, которому присваивается новое название Synergon Inc. Конгломерат располагает теперь 333 333 акциями и имеет годовой доход 2 миллиона долларов, то есть по 6 долларов на акцию. Таким образом, в 1966 году, когда происходит слияние компаний, доход на одну акцию увеличился на 20 процентов, то есть с 5 долларов до 6, и это лишний раз подтверждает, что компания и впредь заслуживает коэффициента доходности 20. Следовательно, акции компании Synergon (бывшей Able) поднимаются в цене со 100 до 120 долларов. Все довольны. Кроме того, бывшие акционеры Baker, у которых были скуп-

лены акции, избавляются от необходимости выплачивать налог на прибыль до тех пор, пока не продадут акции вновь образованной компании. Первые три строки приведенной ниже таблицы демонстрируют результаты описанной сделки.

	<i>Компания</i>	<i>Годовой доход, млн долл.</i>	<i>Количество выпущенных акций</i>	<i>Доход на 1 акцию, долл.</i>	<i>Коэффициент доходности</i>	<i>Цена акции, долл.</i>
1965 г., до слияния	Able	1	200 000	5,00	20	100
	Baker	1	200 000	5,00	10	50
1966 г., после первого слияния	Synergon (Able и Baker)	2	333 333*	6,00	20	120
	Charlie	1	100 000	10,00	10	100
1967 г., после второго слияния	Synergon (Able, Baker и Charlie)	3	433 333**	6,92	20	138,4

\* 200 000 оригинальных акций Able плюс 133 333 дополнительные акции, которые печатаются для замены 200 тысяч акций Baker в соответствии с условиями слияния.

\*\* 333 333 акции Synergon плюс 100 000 дополнительных акций, которые печатаются для замены акций Charlie.

Годом позже Synergon находит компанию Charlie, у которой доход на одну акцию составляет 10 долларов, так как при годовой прибыли в один миллион долларов она выпустила 100 тысяч акций. Компания Charlie работает в рискованной сфере оборонной промышленности, поэтому ее коэффициент доходности составляет всего 10, а одна акция стоит, соответственно, 100 долларов. Synergon предлагает Charlie объединение акционерного капитала в соотношении 1:1. Держатели акций Charlie с удовольствием обменивают свои акции стоимостью 100 долларов на акции конгломерата по 120 долларов. К концу 1967 года новая объединенная компания получает совокупный годовой доход 3 миллиона долларов, имеет 433 333 акции и 6,92 доллара дохода на одну акцию.

Мы наблюдаем, как образование конгломерата автоматически приводит к росту доходов. При этом ни одна из трех компаний фактически не растет и не развивается. Тем не менее неискушенный инвестор, пролистывая акционерные сводки с показателями компаний, наткнется на следующие цифры:

## Доход на одну акцию, долл.

	1965 г.	1966 г.	1967 г.
Synergon Inc.	5,00	6,00	6,92

Совершенно очевидно, что акции Synergon обеспечивают стабильный рост доходов, и, следовательно, есть все основания полагать, что темпы роста сохранятся или даже повысятся.

Весь трюк здесь заключается в том, что при слиянии электронная компания имеет возможность распространить свой высокий коэффициент доходности на другие компании с более низким коэффициентом. Шоколадная фабрика имеет возможность продать свои акции только с коэффициентом 10. Но если объединиться с электронной компанией, то все акции (в том числе и «шоколадные») можно будет продать с коэффициентом 20. Чем больше таких «приобретений» сделает Synergon, тем быстрее будет расти ее доход в пересчете на одну акцию и тем более привлекательными будут ее акции для покупателей, а это в очередной раз оправдывает ее высокий коэффициент доходности.

Все это напоминает рассылку «писем счастья»: пока продолжается экспоненциальный рост, никто не оказывается внакладе. Но, разумеется, данный процесс не может быть очень продолжительным, поэтому наилучшие возможности возникают у тех, кто включился в этот процесс на самом начальном этапе. Трудно поверить, что профессионалы Уолл-стрит были настолько близоруки, чтобы не разглядеть суть игры, тем не менее они продолжали играть в нее на протяжении нескольких лет. Возможно, будучи сторонниками теории воздушных замков, они просто надеялись, что люди клюнут на эту наживку.

Удачным примером искусственного роста доходов в 1960-е годы может служить компания Automatic Sprinkler Corporation (впоследствии она была переименована в А-Т-О, Inc., а еще позже по настоянию ее «скромного» президента Фигги – в Figgie International). В промежутке между 1963 и 1968 годами объем продаж этой фирмы вырос более чем на 1400 процентов. Этот феноменальный рекорд объяснялся только приобретением новых фирм. В середине 1967 года всего за 25 дней было произведено четыре слияния. Все эти фирмы имели относительно низкий коэффициент доходности, и именно данное обстоятельство позволило обеспечить быстрый рост дохода на одну акцию. Рынок ответил на такой «рост» тем, что в 1967 году в 50 раз увеличил коэффициент доходности Automatic Sprinkler. За счет этого цены на акции увеличились с 8 долларов в 1963 году до 73<sup>5</sup>/<sub>8</sub> доллара в 1967 году.

Президент Automatic Sprinkler Фигги использовал все рычаги пиара, чтобы облегчить себе задачу строительства воздушных замков. Все свои выступления он насыщал магическими фразами об энергии, переменных и новых технологиях. Он не уставал повторять, что каждая покупка очередной фирмы приносит ему 20–30 новых сделок. Уолл-стрит с восторгом внимал его словам.

Фигги был не единственным, кому удавалось манипулировать профессионалами с Уолл-стрит. Менеджеры других конгломератов практически создали новый язык для одурачивания инвесторов. Они рассуждали о рыночных матрицах, о базовых технологиях, о модульных структурных элементах, о ядерной теории роста. На Уолл-стрит никто не понимал значения этих слов, но все испытывали удовольствие от того, что шагают в ногу со временем.

Кроме того, руководители конгломератов изобрели новый способ описания фирм, которые они приобретали. В их устах кораблестроительная компания превращалась в «морские системы», цинковое месторождение – в «сектор полезных ископаемых космического назначения», металлургический завод – в «сектор материальных технологий», фабрика по производству фурнитуры и замков – в «сектор защитных систем». А если кто-нибудь из биржевых

аналитиков (закончивших, к примеру, Сити-колледж в Нью-Йорке, а не Гарвардскую школу бизнеса) задавал нетактичный вопрос, каким образом можно добиться увеличения дохода на 15–20 процентов за счет приобретения литейного производства или скотобойни, то менеджер начинал разглагольствовать о том, что его экспертам удастся сэкономить на этом миллионы долларов накладных расходов, что маркетинговые исследования позволили найти новые рынки сбыта и что через два года можно уверенно рассчитывать на трехкратное увеличение прибыли.

В результате образования конгломератов коэффициенты доходности неуклонно росли, вместо того чтобы сокращаться. В представленной ниже таблице мы приводим факторы прибыльности некоторых конгломератов в 1967 году.

<i>Компания</i>	<i>1967</i>		<i>1969</i>	
	<i>Максимальная цена</i>	<i>Коэффициент доходности</i>	<i>Минимальная цена</i>	<i>Коэффициент доходности</i>
Automatic Sprinkler (A-T-O, Inc.)	73%	51,0	10%	13,4
Litton Industries	120½	44,1	55	14,4
Teledyne, Inc.	71½	55,8	28¼	14,2

Веселые времена для конгломератов закончились 19 января 1968 года. В этот день один из родоначальников конгломератов, Litton Industries, объявил, что прибыли во втором квартале текущего года будут значительно ниже, чем ожидалось. Данная компания на протяжении почти 10 лет добивалась ежегодного 20-процентного роста. Рынок настолько привык к этому, что реакцией на заявление стали недоверие и шок. Последующая волна продаж акций компании привела к тому, что они обесценились примерно на 40 процентов, прежде чем была восстановлена относительная стабильность.

Но худшее было еще впереди. В июле Федеральная торговая комиссия объявила, что будет проводиться глубокое расследование слияний фирм с целью образования конгломератов. И курсы акций поползли вниз. Наконец-то сказали свое слово и Комиссия по ценным бумагам и биржам, и профессионалы Уолл-стрит. Они также заинтересовались отчетностью по фактам слияния и приобретения фирм. В ответ держатели акций этих компаний стали в массовом порядке избавляться от них.

Вслед за этим последовало заявление КЦББ и заместителя генерального прокурора США о нарушениях антитрестовского законодательства, в котором выражалась глубокая озабоченность по поводу волны слияний фирм.

Когда спекулятивная фаза сменилась похмельем, обнаружилось два тревожных момента. Во-первых, конгломераты не всегда были в состоянии полностью контролировать свои разросшиеся империи. Инвесторов все меньше устраивала новая математика конгломератов, при которой два плюс два уже не только не равнялось пяти, но порой не дотягивало и до четырех. Во-вторых, правительство и биржевые специалисты выразили озабоченность злоупотреблениями, происходившими в процессе слияния фирм. Оба этих обстоятельства повлияли на то,

что инвесторы прекратили авансом завышать коэффициент доходности при слиянии, а кое-где даже снижали его. В результате вся игра потеряла смысл, так как строилась только на этом.

Интересно то, что в первые два десятилетия XXI века вошел в моду процесс расформирования конгломератов. Разделение компаний, как правило, сопровождалось повышением цен на их акции. В результате две самостоятельные компании, образовавшиеся на базе бывшего конгломерата, в сумме имели более высокую рыночную стоимость, чем бывший конгломерат.

### **«Результативные» инвестиции. «Пузырь» концептуальных акций**

Когда над конгломератами сгустились тучи, менеджеры инвестиционных фондов придумали новое магическое слово – «результативные» инвестиции. Эта концепция строилась на очевидном факте, что фонд, портфель акций которого обладает большей прибыльностью по сравнению с конкурентами, привлечет к себе больше клиентов.

Для этого надо было продемонстрировать вкладчикам результаты активной деятельности, а этого умения у некоторых фондов было не отнять. Фред Карр и его широко разрекламированный Enterprise Fund в 1967 году отчитались о доходности аж в 117 процентов (включая дивиденды и курсовой рост), а в 1968 году доходность компании составила 44 процента. Для сравнения: соответствующие цифры индекса Standard & Poor's 500 за тот же период времени составили 25 и 11 процентов соответственно. Разумеется, такие результаты привлекли в фонд много новых вкладчиков и большие деньги. Публика предпочла ставить на жокея, а не на лошадь.

Каким же образом «жокеям» удавалось добиваться таких результатов? Они формировали свой инвестиционный портфель из акций, отличавшихся положительной динамикой прибыльности. При первых же признаках появления новых акций с еще лучшими показателями они немедленно переключались на них. Некоторое время такая стратегия успешно работала и породила множество последователей. Менеджеров, добивавшихся за счет этого высоких результатов, уважительно называли «молодыми снайперами». Деньги инвесторов рекой потекли в самые рискованные фонды.

Вот так в конце 1960-х годов Уолл-стрит был на крыт волной «результативных» инвестиций. Инструкции для менеджеров инвестиционных фондов были очень простыми: сосредоточьтесь на немногих доходных акциях и не медлите с их заменой, если появляются более выгодные предложения. А поскольку для публики в этом случае приобретает важность регулярная отчетность, то лучше всего покупать акции компаний, имеющих привлекательную концепцию и убедительную правдоподобную историю, причем эта история необязательно должна быть достоверной. Главное, чтобы публика в нее поверила. Мартин Мейер в одной из своих книг цитировал менеджера фонда: «Поскольку мы первыми узнаём все истории, то стараемся сделать так, чтобы о них в течение нескольких дней услышало как можно больше людей. Это придает толчок ценам на акции, даже если впоследствии история окажется недостоверной». Многие на Уолл-стрит решили, что речь идет о радикально новой стратегии инвестирования, однако еще в 1936 году об этом говорил Джон Мейнард Кейнс.

Взять хотя бы Кортеса Рэнделла. Он разработал концепцию молодежной компании National Student Marketing (NSM) и стал ее основателем, президентом и главным акционером. Первым делом ему нужно было создать в глазах публики имидж процветания и успеха компании. У него были собственный самолет, апартаменты в нью-йоркском небоскребе «Уолдорф», замок в Виргинии и шикарная яхта. Довершала имидж целая сеть дорогих гольф-клубов, расположенных рядом с его офисом. Пожалуй, единственное время, когда эти клубы работали, наступало ночью, во время уборки офиса.

Большую часть времени Рэнделл проводил в беседах с видными финансистами либо при личной встрече, либо по радиотелефону с борта своего самолета. Реклама NSM осуществля-

лась в лучших традициях пресловутой компании South Sea. Рэнделл, будучи прирожденным проповедником, сумел убедить Уолл-стрит, что для удовлетворения нужд и запросов молодых людей может быть достаточно всего одной компании. Первоначальный рост NSM был достигнут за счет слияния фирм и образования конгломерата, что было обычной практикой в 1960-е годы. Разница состояла лишь в том, что все входившие в конгломерат компании имели какое-то отношение к молодежному и студенческому рынку, будь то производство плакатов, грампластинок, маек или подыскание временной работы для студентов на летних каникулах. Что могло быть привлекательнее для «молодых снайперов», чем такие концептуальные акции, ориентированные на молодежь? Ведь речь шла о компании, оказывавшей полный спектр услуг для удовлетворения нужд молодежной субкультуры.

Из приведенной ниже таблицы видно, что институциональные инвесторы точно так же, как и индивидуальные вкладчики, подвержены тенденции строить воздушные замки.

<i>Компания</i>	<i>Максимальная цена 1968–1969 гг.</i>	<i>Высший коэффициент доходности</i>	<i>Количество институциональных вкладчиков к концу 1969 г.</i>	<i>Минимальная цена в 1970 г.</i>	<i>Процент падения</i>
National Student Marketing	35¼*	111,7	31	⅞	98
Performance Systems	23	∞	13	⅛	99

\* Скорректировано с учетом последовавшего сплита.

В качестве своего любимого примера я приведу фирму Minnie Pearl – самое обычное предприятие быстрого питания. Чтобы угодить вкусам вкладчиков, фирма была переименована и получила громкое название Performance Systems. Разве можно было придумать что-то лучшее для инвесторов, нацеленных на результат? Ведь если на Уолл-стрит не назовешь цветок розой, то никто и не скажет, что она прекрасно пахнет. Знак «∞» в графе коэффициента доходности показывает, что этот показатель был бесконечно большим. Дело в том, что у фирмы Performance Systems не было никаких доходов, которые можно было бы соотнести с ценой акции. Как видно из таблицы, обе фирмы с треском сели в лужу.

Почему же эти акции потерпели такой крах? Главной причиной было то, что отношение рыночной цены акции к доходу по ней (то есть тот самый коэффициент доходности) было завышено сверх всякой меры. Если коэффициент падает со 100 до вполне приемлемой нормы 20, то для вкладчика это означает моментальную потерю 80 процентов вложенных денег. Кроме того, многие из концептуальных компаний в то время столкнулись с большими трудностями в управлении. Для этого имелись различные причины: слишком быстрый рост, слишком большая задолженность, утрата управленческого контроля над входящими в конгломерат компаниями и т. д. Компании управлялись главным образом не специалистами, а «политиками». Нередки были и случаи откровенного обмана вкладчиков. Так, например, президент NSM Кортес Рэнделл был признан виновным в мошенничестве и приговорен к тюремному заключению.

## «Голубые фишки»

В 1970-е годы специалисты Уолл-стрит вдруг заявили о своей приверженности «здоровым принципам». Концептуальные компании вышли из моды, и их место заняло инвестирование в «голубые фишки». Среди вкладчиков возобладало мнение, что эти компании никогда не потерпят такого краха, как фавориты рынка 1960-х годов. Считалось признаком хорошего тона купить их акции и затем приятно проводить время за игрой в гольф.

Существовало порядка пяти десятков компаний, акции которых являлись предметом вожделения институциональных инвесторов. Их названия были у всех на слуху: IBM, Xerox, Avon Products, Kodak, McDonald's, Polaroid, Disney. Это были акции с большой капитализацией, то есть финансовое учреждение могло купить даже весьма солидный пакет, не внося ажиотажа в рынок. Поскольку профессионалы биржи хорошо знали, что выбор правильного времени для покупки представляет собой сложную, а порой вообще невыполнимую задачу, то приобретение «голубых фишек» явно имело смысл. Что с того, что вы заплатили за них сегодня слишком высокую по рыночным меркам цену? Эти акции зарекомендовали себя как постоянно растущие, и рано или поздно любая заплаченная за них сумма обязательно себя оправдывает. Кроме того, они в чем-то схожи с семейными реликвиями: их никогда не продавали. Поэтому «голубые фишки» называли порой «акциями одного решения». Вы однажды принимали решение купить их, и на этом все ваши проблемы по формированию инвестиционного портфеля заканчивались.

«Голубые фишки» предоставляли своего рода дополнительную страховку для институциональных инвесторов и еще в одном отношении. Они были очень уважаемыми. Коллегам просто не пришло бы в голову подвергать сомнению вашу добропорядочность, если вы вложили деньги в компанию IBM. Конечно, вы могли потерять деньги, если бы IBM разорилась, но даже и тогда окружающие не обвинили бы вас в неосмотрительности.

Как свора гончих, охотящихся на зайца, крупные пенсионные фонды, страховые компании и банки гонялись за «голубыми фишками». Как ни трудно в это поверить, но со временем они начали спекулировать ими. В представленной ниже таблице приведены данные о коэффициентах доходности некоторых из этих акций. Институциональные инвесторы слепо игнорировали то обстоятельство, что ни одна крупная компания никогда не сможет поддерживать такие темпы роста, чтобы оправдать коэффициент в пределах 80–90. Они еще раз подтвердили истинность утверждения, что хорошо упакованная глупость может выглядеть как мудрость.

<i>Компания</i>	<i>Коэффициент доходности в 1972 г.</i>	<i>Коэффициент доходности в 1980 г.</i>
Sony	92	17
Polaroid	90	16
McDonald's	83	9
Int. Flavors	81	12
Walt Disney	76	11
Hewlett-Packard	65	18

«Пузырь» «голубых фишек» лопнул точно так же, как и все остальные спекулятивные аферы. Те же самые менеджеры, которые боготворили «голубые фишки», передумали и решили, что акции переоценены и их пора продавать. В возникшем хаосе курс этих акций, как и следовало ожидать, рухнул.

## **Бурные восьмидесятые**

### **Триумфальное возвращение новых акций**

Шумиха вокруг акций новых высокотехнологичных предприятий в первой половине 1983 года была практически точным повторением ситуации 1960-х годов. Изменились только названия фирм, так как теперь упор был сделан на биотехнологии и микроэлектронику. Биржевые дельцы 1960-х годов показались бы мелкими спекулянтами на фоне сумасшествия, охватившего рынок в 1983 году. Общая стоимость новых акций, выпущенных в этом году, оказалась выше, чем за все предшествовавшее десятилетие. Игра на бирже стала любимым занятием населения.

На биржу выходили такие компании, как, к примеру, Androbot, которая всего лишь «планировала» массовое производство персональных роботов, и сеть предприятий общественного питания Stuff Your Face, Inc., состоявшая из трех ресторанов. Конечно, куда больший энтузиазм вызывали такие фирмы, как Fine Art Acquisitions Ltd., специализировавшаяся на торговле произведениями искусства. Это была не какая-нибудь лавочка, торгующая уцененной одеждой, и не бюро, разрабатывающее компьютерные программы, а подлинно эстетическое предприятие. Как свидетельствует изданный проспект Fine Art Acquisitions Ltd., фирма покупала и продавала репродукции произведений живописи и копии известных скульптур. Одним из главных активов компании была серия фотографий обнаженной Брук Шилдс, сделанных где-то в промежутке между грудным возрастом и поступлением в Принстонский университет. Изначально владельцем фотографий был некий Гарри Гросс. Но если Fine Art не видела ничего зазорного в распространении фотографий несовершеннолетней Брук, то у ее мамы на этот счет было другое мнение. В данном случае все закончилось благополучно для Брук: фотографии были возвращены Гроссу и Fine Art прекратила их продажу. Но для самой Fine Art все сложилось не столь удачно, как и для многих других вновь появившихся фирм. Она вошла в состав Dyansen Corporation с офисом в «Башне Трампа», но под грузом долгов обанкротилась в 1993 году.

Последней каплей, вероятно, послужила история компании Muhammad Ali Arcades International. Ее предложение, казалось бы, ничем не выделялось среди другого мусора. Однако в определенном смысле оно оказалось уникальным, поскольку продемонстрировало, что и один цент – это тоже деньги. Компания предложила свои акции по крайне скромной цене в один цент. Здесь не было ничего странного, поскольку эта цена все равно была в 333 раза выше, чем та, которую компания заплатила за печатание акций. Однако самое необычное заключалось в том, что чемпион мира по боксу Мухаммед Али, в честь которого была названа фирма, отказался приобрести акции даже за один цент. Вслед за ним и инвесторы начали внимательно присматриваться к этой фирме, и то, что они увидели, их не вдохновило. Крах этой маленькой компании повлек за собой резкое снижение цен и на акции других новых фирм. В течение следующего года многие вкладчики потеряли почти 90 процентов своих денег.

На проспекте фирмы Muhammad Ali Arcades International был изображен бывший чемпион, стоящий над поверженным противником. В свои лучшие дни Али уверял, что на ринге он «порхает, как бабочка, и жалит, как пчела». Как выяснилось, Ali Arcades (равно как и Androbot) не умела ни того, ни другого. Однако многим иным новым фирмам удалось в те годы продать

свои акции. И вновь подтвердилась старая истина, что за все в конечном итоге расплачивается инвестор.

## Афера ZZZZ Best

Невероятная и захватывающая дух сага компании ZZZZ Best – это моя любимая история в духе Горацио Элджера. Даже в стремительно меняющемся мире предпринимательства, где люди сколачивают себе умопомрачительные состояния за то время, за которое вы едва успеете побриться, Барри Минков стал настоящей легендой 1980-х годов. Он начал карьеру в 9-летнем возрасте. Семья Барри не могла позволить себе нанять няню, поэтому матери часто приходилось брать его с собой на работу, где она занималась химчисткой ковров. Там Барри научился принимать заказы по телефону. В 10 лет он уже чистил ковры. Работая по вечерам и выходным дням, за последующие четыре года он сумел накопить 6 тысяч долларов и в возрасте 15 лет открыл собственный бизнес по чистке ковров в гараже своего дома. Фирма получила название ZZZZ Best. Минков в то время еще учился в школе и не имел права водить машину, но он нанял сотрудников, которые работали, пока он сидел на уроках и размышлял, как сократить расходы на оплату персонала. Барри разработал действенную систему штрафов и был ужасно горд тем, что нанял на работу своих родителей. В возрасте 18 лет Минков уже был миллионером.

Неистощимое трудолюбие не мешало ему в полной мере пользоваться всеми плодами успеха. Он ездил на красном «феррари» и жил в дорогом доме с большим бассейном, на дне которого была выложена большая черная буква «Z». Он не уставал повсюду расхваливать традиционные американские добродетели и написал книгу «Как это делается в Америке» (Making It in America), где сокрушался по поводу того, что молодежь разучилась усердно трудиться. Юного гения приглашала в свое шоу Опра Уинфри, он снимался в рекламных роликах, посвященных борьбе с наркотиками, под лозунгом «Мои руки чистые, а ваши?». К тому времени компания ZZZZ Best насчитывала уже 1300 человек, а ее филиалы работали в Калифорнии, Аризоне и Неваде.

Никто не удивлялся тому, что цена на акцию компании в 100 раз превосходила получаемый по ней доход. Ведь компанией руководил гений, удачливый бизнесмен, который к тому же не стеснялся проявлять твердость. В беседах с сотрудниками он любил повторять: «Либо делайте так, как я сказал, либо за дверь!» Однажды он похвастался тем, что без всяких сомнений уволил бы свою мать, если бы она ему возразила. Когда Минков заявлял на Уолл-стрит, что его компания управляется лучше, чем IBM, и что он намерен сделать из нее General Motors в области чистки ковров, инвесторы слушали его затаив дыхание. Один из аналитиков сказал мне в то время: «Это беспроигрышный вариант».

Однако в 1987 году «мыльный пузырь» Минкова лопнул с ужасающим треском. Выяснилось, что ZZZZ Best не только чистила ковры, но и отмывала криминальные деньги. Компанию обвинили в пособничестве организованной преступности, представители которой покупали для нее оборудование на «грязные» деньги, а взамен получали «чистые» наличные из вполне легальных доходов ZZZZ Best. Невиданный же рост компании в действительности оказался фикцией и обеспечивался за счет поддельных контрактов, липовых счетов и тому подобных хитростей. Была создана гигантская пирамида, в которой доходы первоначальных вкладчиков обеспечивались за счет поступлений денег от более поздних. Кроме того, Минкову было предъявлено обвинение в том, что он использовал миллионы долларов компании для своих личных нужд. И Минков, и инвесторы ZZZZ Best оказались в крайне неприятной ситуации.

Следующая глава этой истории развернулась в 1989 году, когда 23-летний Минков был обвинен в 57 эпизодах мошенничества, приговорен к 25 годам тюрьмы и к возмещению ущерба в размере 26 миллионов долларов, которые он похитил у компании. Окружной судья, отклонив

ходатайство о смягчении приговора, заявил Минкову: «Вы представляете опасность, поскольку обладаете незаурядным красноречием и даром убеждать людей. К тому же у вас нет совести».

Но история на этом не закончилась. Минков провел 54 месяца в федеральной тюрьме Ломпок, где принял христианство и получил степень бакалавра, а затем и магистра Университета Либерти. Выйдя из тюрьмы в декабре 1994 года, он стал пастором в Калифорнии и добился немалых успехов в своем новом деле. Помимо этого, Минков написал несколько книг, в частности «Очищение сверху донизу» (Cleaning Up and Down, But Not Out). Помимо всего прочего, ФБР привлекло его в качестве специального консультанта для расследования случаев мошенничества. В 2006 году прокурор Джеймс Аспергер, выступавший на процессе Минкова в качестве обвинителя, писал: «Барри совершил крутой поворот в жизни, раскрыв больше случаев мошенничества, чем совершил сам». В 2010 году был снят фильм «Минков». Реклама утверждала, что это «история искупления и вдохновения». К сожалению, весь сюжет оказался чистой выдумкой, и фильм был снят с проката. В 2011 году Минков был приговорен к пяти годам тюрьмы за вовлечение в мошенничество с ценными бумагами. В 2014 году его признали виновным в присвоении 3 миллионов долларов, принадлежавших церковному приходу в Сан-Диего, где он был пастором. Минков так ничему и не научился. Однако фильм о нем был в конце концов показан в марте 2018 года, хотя и с другим названием: «Мошенник».

## **Что все это значит?**

Уроки рыночной истории достаточно прозрачны. Способы оценки ценных бумаг инвесторами часто играют ключевую роль в определении их стоимости. Фондовый рынок временами вполне соответствует теории воздушных замков. По этой причине игры с инвестициями могут оказаться крайне опасными.

Инвесторам надо проявлять предельную осторожность, приобретая акции новых компаний. В большинстве своем они на первых порах демонстрируют меньшую доходность, чем в среднем по рынку. При первичном размещении на бирже они, как правило, переоценены, и, приобретая их, ваши шансы потерять деньги сильно увеличиваются.

В прошлом многие инвесторы понастроили себе воздушных замков, пользуясь так называемым первичным публичным размещением акций (ИПО). Помните, что чаще всего продавцами в этом случае выступают сами компании. Они стараются приурочить продажу к тому моменту, когда компания находится на пике подъема или когда к ней резко возрастает интерес инвесторов. В таких случаях желание вскочить на подножку уходящего поезда может означать для инвестора потерю дохода в будущем даже в самых преуспевающих отраслях.

## **Японские цены на землю и акции**

До сих пор речь шла о спекулятивных «пузырях» в США. Однако необходимо отметить, что мы не одиноки. Пожалуй, самый громкий бум XX века и последовавший за ним крах были связаны с японским фондовым рынком и рынком недвижимости. За период с 1955 по 1990 год цены на недвижимость в Японии выросли более чем в 75 раз. К 1990 году общая стоимость земли и недвижимости в Японии оценивалась в 20 триллионов долларов, что составляет более 20 процентов от всего имущества на земном шаре и более чем вдвое превышает стоимость фондов всех бирж мира. США в 25 раз больше Японии по площади, и все же японская земля и недвижимость в 1990 году стоили в 5 раз больше, чем американские. Теоретически, продав только свою столицу Токио, японцы могли бы купить всю недвижимость в Америке. Даже продав один только императорский дворец и земельный участок, на котором он расположен, они могли бы собрать достаточно денег, чтобы купить всю Калифорнию.

Фондовый рынок уподобился воздушному шару с гелием, выпущенному в небо в безветренный день. С 1955 по 1990 год цены на акции выросли в 100 раз. На пике максимума в декабре 1989 года рыночная стоимость всех японских акций составляла около 4 триллионов долларов, то есть почти в полтора раза больше, чем совокупный объем всех американских акций, или около 45 процентов от стоимости акций во всех странах мира, вместе взятых. Стронники теории прочного фундамента приходили в ужас от этих цифр. Японские акции продавались в 60 раз дороже, чем доходы, которые можно было по ним получить, и в 5 раз дороже, чем материальные активы, под которые они были выпущены. Цена этих ценных бумаг более чем в 200 раз превышала выплачиваемые по ним дивиденды. Для сравнения: коэффициент доходности американских акций составлял в среднем 15, а английских – 12. Стоимость японского телефонного гиганта NTT Corporation превышала стоимость американских AT&T, IBM, Exxon, General Electric и General Motors, вместе взятых.

Защитники японской рыночной системы готовы были найти ответ на любое логическое возражение. Не слишком ли завышен коэффициент доходности акций? «Нет, – отвечали специалисты Кабуто-Тё (аналог американского Уолл-стрит). – Японские коэффициенты, наоборот, занижены по сравнению с американскими, потому что слишком велики нормы амортизации, а в сумму доходов не включаются поступления от фирм, в которых у головной компании есть только частичная доля собственности. Если учесть все эти обстоятельства, то при прочих равных условиях коэффициенты окажутся значительно ниже». Не слишком ли низок процент дохода по акциям, который составляет порой от 0,5 до одного процента? «Нет, – отвечали японцы. – Он просто отражает общую процентную ставку, принятую в Японии». Не слишком ли это опасно, когда стоимость акций в пять раз превышает общую стоимость материальных активов компании? «Вовсе нет. Бухгалтерский учет не отражает в полной мере стоимость земельных участков, приобретенных японскими компаниями. А высокие цены на землю в Японии объясняются плотностью населения и различными директивами и законами, регулирующими использование земли, пригодной для проживания людей».

В действительности ни одно из этих объяснений не выдерживает критики. Даже если вести подсчет доходов и дивидендов по сопоставимым методикам, то коэффициент доходности в Японии все равно окажется намного выше, чем в других странах, и даже выше, чем в самой Японии в историческом прошлом. Более того, принятый в Японии уровень прибыльности способствовал усилению иены, что, в свою очередь, создавало трудности с экспортом собственной продукции. Испытывая дефицит земли в Японии, производители, в частности автомобилестроительные компании, без всякого труда покупали земельные участки под строительство новых заводов в других странах по очень привлекательным ценам. Размер земельной ренты в Японии рос значительно медленнее, чем цена на землю. Наконец, после 1989 года начали расти низкие банковские проценты, которые поддерживали японский рынок на плаву.

К разочарованию спекулянтов, которые считали, что фундаментальный закон финансового тяготения не применим к Японии, Исаак Ньютон самолично объявился там в 1990 году. И интересно то, что яблоко не само упало ему на голову, а его бросило правительство. Банк Японии, всесторонне рассмотрев экономическую ситуацию в стране, ограничил выдачу кредитов и поднял по ним процент. Это было сделано в надежде на то, что такой шаг приостановит рост цен на недвижимость и акции.

В результате фондовый рынок не замедлил свой рост, а просто рухнул. Падение было таким же стремительным, как на американском рынке конца 1929 – середины 1932 года. Японский биржевой индекс Nikkei достиг своего пика в 40 тысяч пунктов на последних торгах 1989 года. В середине августа 1992 года индекс снизился до 14 309 пунктов, потеряв 63 процента. Приведенный ниже график отчетливо демонстрирует, что рост цен на акции в середине и конце 1980-х годов отражает изменения в методиках оценки их стоимости. Падение цен начиная с 1990 года просто отражает возврат к методикам, которые применялись в начале 1980-х годов.

### Бум на японском фондовом рынке. Соотношение цен на японские акции и стоимости материальных активов компаний в период с 1980 по 2000 год



Источник: Исследования Morgan Stanley и собственные оценки автора.

Таким образом, в начале 1990-х годов из «пузыря» недвижимости был выпущен воздух. В результате различных исследований цен на землю и недвижимость был отмечен спад примерно таких же масштабов, как и на фондовом рынке. Законы финансового тяготения не признают географических границ.

## 4

### Лопнувшие «пузыри» начала 2000-х годов

*Владей собой среди толпы смятенной...*

*Тогда весь мир ты примешь как владенье...*

*Редьярд Киплинг. Заповедь*

Какими бы разрушительными ни были последствия лопнувших пузырей конца XX века, они не идут ни в какое сравнение с событиями первого десятилетия XXI века. Когда в начале 2000-х годов лопнул «пузырь» интернета, бесследно испарилось свыше 8 триллионов долларов. Это было равносильно полному исчезновению годового валового продукта экономик Германии, Франции, Англии, Италии, Испании, Голландии и России. Когда лопнул «пузырь» недвижимости в США, едва не обрушилась вся мировая экономика. В конце 2010-х годов мы пережили еще один гигантский «пузырь» цен на биткойн. Сравнение всех этих событий с тюльпанной лихорадкой было бы явной несправедливостью по отношению к цветам.

### Пузырь интернет-компаний

Большинство «пузырей» ассоциируется с какой-то новой технологией (вспомните бум «троники») или новой возможностью для бизнеса (например, появление новых возможностей выгодной торговли, как это было с South Sea). Интернет можно отнести и к тому, и к другому. Он представляет собой новую технологию и дает бизнесу новые возможности, производя революцию в области получения информации, товаров и услуг. Возможности, которые сулил интернет, породили на фондовом рынке самые большие ожидания и самые большие разочарования всех времен.

Роберт Шиллер в своей книге «Иррациональный оптимизм» описывает «пузыри» как «позитивную петлю обратной связи». «Пузырь» возникает, когда акции какой-то группы компаний, в данном случае связанных с интернетом, начинают расти в цене. Рост цен побуждает людей покупать акции. Об этом сообщают телевидение и газеты. Удачливые инвесторы рассказывают о том, как можно легко разбогатеть, а это опять-таки способствует росту стоимости акций, которые привлекают все больше и больше инвесторов. Весь этот механизм является разновидностью пирамиды, в которой требуется находить все больше и больше новых легковых инвесторов, чтобы оплатить расходы предыдущих. В конечном итоге идет поиск «последнего дурака».

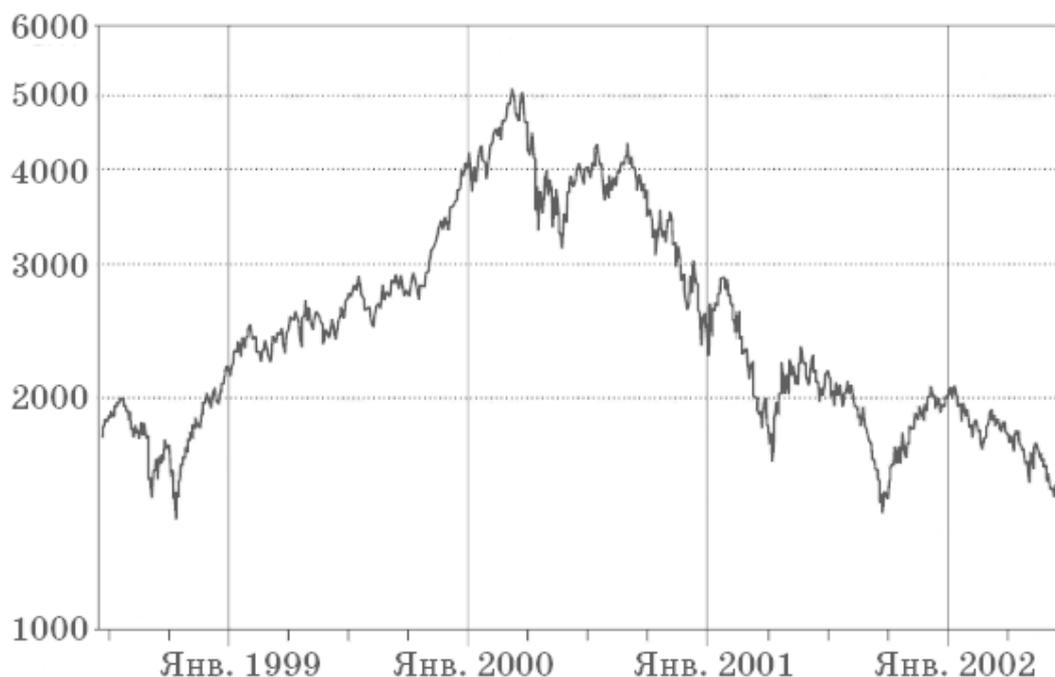
Даже высокоуважаемый Уолл-стрит включился в эту гонку. По утверждению почтенной инвестиционной фирмы Goldman Sachs, в середине 2000-х годов деньги в интернет-компаниях вкладывались главным образом с целью спекуляции, а не для получения долгосрочного дохода. Спустя несколько месяцев сотни таких компаний уже были банкротами, что лишний раз доказало правоту Goldman.

До этого момента скептики, сомневающиеся в возможностях новой экономики, представлялись безнадежными луддитами<sup>3</sup>. График, приведенный ниже, демонстрирует, что индекс NASDAQ, отражающий главным образом стоимость акций высокотехнологичных компаний, вырос более чем в 3 раза за период с конца 1998 по март 2000 года. Коэффициент доходности акций этих компаний перешагнул отметку 100.

---

<sup>3</sup> Участники стихийных выступлений против применения машин в ходе промышленной революции конца XVIII – начала XIX века. – *Прим. перев.*

## Динамика индекса NASDAQ с июля 1999 по июль 2002 года



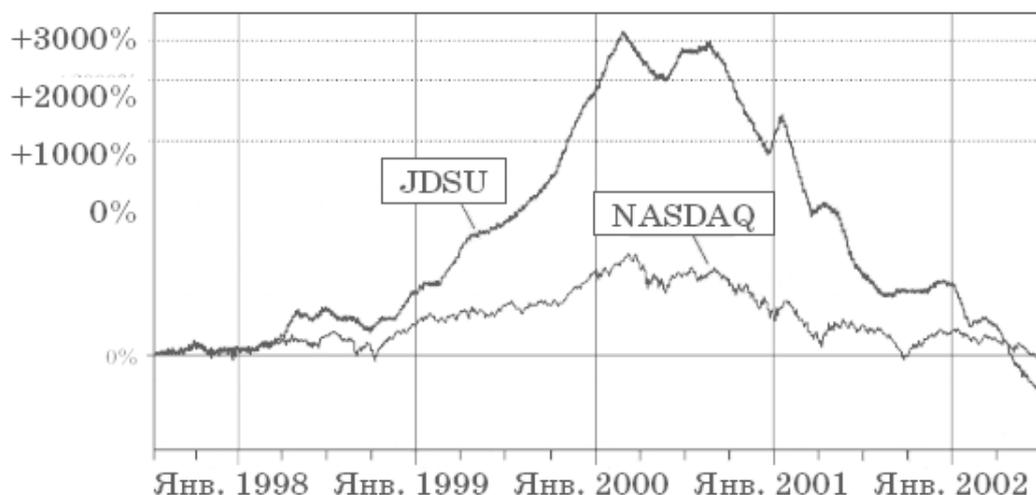
### Широкомасштабный высокотехнологичный «мыльный пузырь»

Все обзоры и исследования, проводимые в начале 2000 года, показывали, что в перспективе ежегодный доход от акций интернет-компаний должен составлять 15–25 процентов или даже больше. Таким компаниям, как Cisco и JDS Uniphase, которые, по общему признанию, представляли собой становой хребет интернета, добиться 15-процентного дохода было, казалось бы, проще пареной репы. Однако надо учесть, что Cisco продавала свои акции с трехзначным коэффициентом доходности и ее рыночная капитализация составляла почти 600 миллиардов долларов. Если бы Cisco могла ежегодно повышать свои доходы на 15 процентов, то ее акции и десять лет спустя продавались бы с коэффициентом доходности, превышавшим средний уровень. А если бы ее акции приносили прибыль в 15 процентов годовых на протяжении последующих 25 лет, а вся экономика страны в это же время давала прирост в 5 процентов, то Cisco по своим объемам превзошла бы всю экономику. Было очевидно, что здесь налицо явный разрыв между рыночной оценкой акций и логическими прогнозами относительно будущего роста. В результате, когда «пузырь» лопнул, Cisco потеряла свыше 90 процентов своей рыночной стоимости. Что касается JDS Uniphase, то следующий график демонстрирует цены на ее акции с середины 1997 до середины 2002 года по сравнению с индексом NASDAQ. На их фоне рост индекса почти незаметен.

Как и во время бума «троники», когда всевозможные компании, чтобы повысить свою привлекательность в глазах вкладчиков, добавляли к своим названиям «-троник», аналогичное поветрие напало на фирмы в период бума интернета. Десятки компаний, даже никак или почти никак не связанных с интернетом, изменили свои названия, добавив к ним «.com», «.net» или просто «internet». Компании, которые изменили свои названия, повысили стоимость акций на 125 процентов больше по сравнению с конкурентами. Последовавший вслед за этим спад на

рынке обесценил акции этих компаний. Приведенная на странице 106 таблица демонстрирует серьезные потери инвесторов, которые они понесли даже на акциях ведущих интернет-компаний.

Сравнение динамики роста акций JDS Uniphase и индекса NASDAQ с июля 1997 по июль 2002 года



Ярчайшим примером подлинного безумия, охватившего рынок, может служить пример фирмы PalmPilot, производившей карманные электронные органайзеры. PalmPilot находилась в собственности компании 3Com, которая решила получить в этой ситуации дополнительный доход за счет инвесторов. Поскольку карманные компьютеры считались в то время последним словом техники, было высказано предположение, что акции PalmPilot будут весьма привлекательны для вкладчиков.

## Как ведущие компании новой экономики разорили инвесторов

<i>Компания</i>	<i>Максимальный коэффициент доходности в 2000 г.</i>	<i>Минимальный коэффициент доходности в 2001–2002 гг.</i>	<i>Процент снижения</i>
Amazon.com	75,25	5,51	98,7
Cisco Systems	82,00	11,04	86,5
Corning	113,33	2,80	99,0
JDS Uniphase	297,34	2,24	99,5
Lucent Technologies	74,93	1,36	98,3
Nortel Networks	143,62	0,76	99,7
Priceline.com	165	1,80	99,4
Yahoo.com	238	8,02	96,4

В начале 2000 года 3Com продала 5 процентов акций PalmPilot на открытом рынке и объявила о своем намерении распределить остаток среди держателей акций 3Com. Цены на акции PalmPilot подскочили настолько, что ее рыночная капитализация вдвое превысила капитализацию 3Com. В результате рыночная стоимость 95 процентов акций PalmPilot, оставшихся в собственности 3Com, оказалась почти на 25 миллиардов долларов выше всей рыночной капитализации 3Com. Это было равносильно тому, что все материальные активы компании 3Com приобрели отрицательную стоимость в размере 25 миллиардов долларов. Если бы вы захотели купить компанию PalmPilot, то в придачу приобрели бы и все остальные направления деятельности 3Com, каждая акция которой стоила бы минус 61 доллар. В бездумной погоне за богатством рынок порой порождает чрезвычайно причудливые аномалии.

### И вновь новые акции

В первом квартале 2000 года 916 венчурных компаний вложили 15,7 миллиарда долларов в 1009 вновь образованных интернет-фирм. Создавалось впечатление, что фондовый рынок сидит на допинге. Как и во времена аферы South Sea, многие компании, получавшие таким способом финансирование, выдвигали совершенно абсурдные идеи. Судите сами:

- Фирма Digiscents предложила периферийное устройство для компьютера, способное создавать запахи при просмотре интернет-сайтов и в ходе компьютерных игр. Фирма потратила миллионы долларов инвесторов, пытаясь разработать такое устройство.

- Фирма Flooz предложила альтернативное платежное средство, так называемые флузы, которые можно было пересылать по электронной почте друзьям и родственникам. Для того чтобы развернуть деятельность компании, ее руководство применило избитую истину, гласившую: «Каждый идиот может продать один доллар за 80 центов». Компания распространила эксклюзивное предложение для всех владельцев платиновой кредитной карты American Express, позволявшее им приобрести 1000 флузов всего за 800 долларов. Незадолго до того, как фирма

была объявлена банкротом, она сама стала жертвой мошенничества. Филиппинская и русская мафии скупили 300 тысяч флузов, пользуясь украденными номерами кредитных карточек.

- Компания Pets.com создала забавную куклу, которая стала ее символом и непременным участником рекламных роликов. Она даже участвовала в параде торговой сети Macy's по случаю Дня благодарения. Но популярность игрушки не могла компенсировать то обстоятельство, что, упаковывая вручную 12-килограммовые мешки с гранулированными кормами для домашних животных, добиться прибылей трудно.

Названия многих интернет-компаний заставляют теряться в догадках о сфере их деятельности: Bunions.com, Crayfish, Zap.com, Gadzooks, Fogdog, FatBrain, Jungle.com, Scoot.com, mylasckey.com. Кроме того, была еще фирма ezboard.com, создававшая интернет-страницы, которые должны были служить туалетной бумагой, предназначенной для того, чтобы подчищать экскременты в социальных сетях. Все это трудно назвать моделью бизнеса. Скорее, это была модель полного провала.

### **TheGlobe.com**

Одно из самых ярких воспоминаний, связанных с бумом новых акций, относится к ноябрю 1998 года, когда одним прекрасным утром меня пригласили на телевизионное шоу. Сидя в комнате ожидания, я думал о том, насколько неуместно выгляжу рядом с двумя молодыми людьми в джинсах. По виду и повадкам они напоминали подростков. В то время я еще не знал, что это суперзвезды первой величины интернет-бума и главные герои шоу. Стивен Патернот и Тодд Крайзелмен основали компанию TheGlobe.com, сидя в комнате Тодда в общепитии Корнеллского университета. В ее основу была положена онлайн-система размещения баннерной рекламы. В прежние времена, для того чтобы выйти на первичное публичное размещение своих акций, компания должна была иметь доходы и прибыль, но у TheGlobe.com не было ни того, ни другого. Тем не менее в условиях новой эры нашелся банк Credit Suisse First Boston, который вывел их на рынок и установил цену на акции в 9 долларов. Она немедленно подскочила до 97 долларов. На то время это было самое резкое увеличение цены в течение одного дня, и рыночная стоимость компании выросла почти до одного миллиарда долларов, а два ее основателя тут же стали мультимиллионерами. Таким образом, инвесторы вложили деньги в компанию, которая еще пять лет назад вообще не попала бы на фондовый рынок, так как не отвечала общепринятым критериям.

Первичное публичное размещение акций TheGlobe.com стало катализатором для вступления интернет-бума в патологическую фазу. Соотношение между прибылями и ценой на акции вышло уже за все разумные рамки. В 1999 году репортер телекомпании CNN заснял, как Патернот выплясывал с какой-то девицей на столе в модном нью-йоркском ночном клубе. Перекрывая громкую музыку, Патернот прокричал: «У меня есть девушка, у меня есть деньги! Теперь я могу позволить себе жить так, как захочу!» Что ж, для Патернота и Крайзелмена жизнь действительно сложилась удачно. Что же касается компании TheGlobe.com, то ее сайт в интернете закрылся в 2001 году. По слухам, Патернот уже не живет разгульной жизнью. В 2010 году он выступил в роли исполнительного продюсера фильма «Грязные картинки».

Пока вся эта шумиха еще продолжалась, в начале 2000 года Джон Дерр, президент одной из ведущих инвестиционных компаний Kleiner Perkins, заявил, что рост стоимости акций интернет-компаний стал самой большой возможностью в истории планеты для легального создания богатства. К сожалению, в 2002 году от него так и не удалось услышать, что этот бум стал также самой крупной в истории планеты причиной уничтожения богатства.

## Doonesbury



Источник: Doonesbury © Copyright 1998 G. B. Trudeau. Печатается с разрешения Universal Uclick.

### Слово берут аналитики

Ведущие аналитики Уолл-стрит приложили немало сил для раздувания «мыльного пузыря» интернета. Такие эксперты, как Мэри Микер из банка Morgan Stanley, Генри Блоджет из Merrill Lynch и Джек Грабмен из Salomon Smith Barney, сделали себе на этом буме имя и приобрели не меньшую известность, чем суперзвезды. Журнал Barron's назвал Микер Короле-

вой Сети, Блоджет был известен как Король Генри, а Грабмен получил прозвище Гуру Телекома и считался чуть ли не полубогом.

Как и звезды спорта, все они получали многомиллионные зарплаты. Однако их доходы основывались не столько на качестве анализа, сколько на способности привлекать щедрые банковские инвестиции. Аналитики сулили банкирам огромные прибыли, заверяя, что результаты их исследований будут и впредь поддерживать интерес публики к их акциям на вторичном рынке.

Традиционно исследовательские функции финансовых фирм Уолл-стрит, выражающих интересы инвесторов, отделены Великой Китайской стеной от инвестиционных и банковских функций. Однако во время бума эта стена все чаще напоминала швейцарский сыр.

Аналитики стали самыми главными публичными проповедниками бума. Блоджет открыто заявлял, что традиционные критерии оценки акций на данном этапе развития экономики потеряли всякий смысл. Микер в интервью журналу *New Yorker* в 1999 году высказала мысль, что в такие времена наиболее уместно «рациональное безрассудство». Подобные публичные комментарии еще больше способствовали росту цен на акции.

Биржевые аналитики всегда могут отыскать причины для оптимизма. Обычно на десять рекомендаций покупки акций приходится всего одна рекомендация продажи. Однако во время бума это соотношение выросло до 100:1. Но, когда «пузырь» лопнул, знаменитые аналитики столкнулись с крупными неприятностями и даже судебными преследованиями. В их компаниях были проведены служебные расследования, результатом чего стали крупные денежные штрафы, наложенные Комиссией по ценным бумагам и биржам. Газета *New York Post* присвоила Блоджету новое прозвище – Принц Клоунов. Грабмен подвергся издевательской критике в комиссии конгресса за протекционизм в отношении компании *WorldCom*, а генеральный прокурор штата назначил расследование его деятельности по сознательному изменению рейтингов акций для стимулирования инвестиций. И Блоджету, и Грабмену пришлось распрощаться со своими компаниями. Журнал *Fortune* выразил общее мнение, поместив на обложке фотографию Мэри Микер под заголовком «Сможет ли Уолл-стрит когда-нибудь восстановить доверие к себе?».

## Новые методы оценки

Чтобы оправдать постоянное повышение цен на акции интернет-компаний, аналитики прибегли к новым методам оценки их стоимости. Ведь акции новой экономики были совершенно уникальными в своем роде. Их нельзя было мерить по замшелым стандартам, применявшимся к традиционным компаниям «старой экономики». Такие критерии, как отношение цены акции к доходу по ней, были отброшены за ненадобностью.

Каким-то образом оказалось, что в новом мире интернета объем продаж, доход и прибыль потеряли всякое значение. Вместо этого для оценки интернет-компаний аналитики стали учитывать количество людей, посетивших ее веб-сайт. Особую важность приобретали посещения, которые длились три минуты и больше. Мэри Микер с энтузиазмом отмечала успехи компании *Drugstore.com*, поскольку 48 процентов посетителей подолгу задерживались на ее сайте. Никого не интересовало, разглядывали эти посетители картинки или действительно покупали что-то у компании. На самом пике бума в 2000 году акции *Drugstore.com* достигли отметки 67,5 доллара. В следующем году, когда бум прошел и основным критерием опять стала прибыль, эти акции можно было купить уже за сущие копейки.

Еще одним нефинансовым методом оценки стало так называемое «совпадение мнений» (на мой взгляд, совпадение мнений было только в том, что инвесторы одновременно лишились разума). Например, финансовая компания *Morgan Stanley* в октябре 2000 года усиленно рекомендовала фирму *Homestore.com*, занимавшуюся торговлей недвижимостью через

интернет. Основанием для такой оценки служило то обстоятельство, что 72 процента времени, проведенного пользователями интернета на сайтах недвижимости, было посвящено изучению домов и земельных участков, которыми торговала Homestore.com. Однако такое «совпадение мнений» вовсе не означало, что пользователи Сети совершали у этой компании покупки, и оно не спасло Homestore.com от краха в 2001 году, когда ее акции упали в цене на 99 процентов.

Специальные методы оценки были установлены и для телекоммуникационных компаний. Аналитики ползали по туннелям, подсчитывая, сколько миль оптико-волоконного кабеля в них проложено, вместо того чтобы проверить, какое количество данных через них фактически передается. Телекоммуникационные компании получали деньги без счета, и проложенные ими кабели имели такую протяженность, что ими можно было обернуть земной шар 1500 раз. Провайдер интернета компания PSI (ныне банкрот) даже присвоила свое имя футбольному стадиону в Балтиморе. Когда цены на их акции взлетели на невероятную высоту, нарушая все стандарты оценки, биржевые аналитики сделали то, что неоднократно проделывали до этого и раньше, – изменили стандарты.

Легкость, с которой большинство телекоммуникационных компаний получали деньги от Уолл-стрит, привела к их избыточному финансированию. Было проложено слишком много оптико-волоконных кабелей, закуплено слишком много компьютеров и создано слишком большое количество компаний. В 2002 году признала себя банкротом всемогущая компания WorldCom. А компании, занимавшиеся производством крупного оборудования, например Lucent и Nortel, ввязавшиеся в сомнительные финансовые сделки, понесли громадные убытки. Во время бума в телекоммуникационные компании было вложено около триллиона долларов. Большая их часть бесследно испарилась. В 2001 году в интернете гуляла следующая шутка:

*Совет недели*

*Если бы в прошлом году вы купили акции компании Nortel на 1000 долларов, то сегодня у вас осталось бы от них 49 долларов.*

*Если бы год назад вы купили на 1000 долларов Budweiser (не акции, а пиво), все это выпили и сдали банки в металлолом, то получили бы 79 долларов.*

*Поэтому наш совет – начинайте пить.*

Следует лишь добавить, что к осени 2002 года от 1000 долларов, вложенных в акции Nortel, осталось всего три.

## Роль СМИ

Возникновению и расцвету бума немало способствовали средства массовой информации, которые превратили американцев в нацию торговцев. Как и фондовый рынок, журналистика подчиняется закону спроса и предложения. Раз уж инвесторам понадобилось больше информации о возможностях вложения денег в интернет, то пресса охотно удовлетворила эту потребность. А поскольку читатели не были заинтересованы в скептических анализах, то они предпочли публикации, обещающие им легкую дорогу к богатству. К примеру, журналы, специализировавшиеся на освещении мира биржи, давали информацию об «акциях, которые удвоятся в цене в ближайшее время». По меткому замечанию Джейн Брайант Куинн, это была «инвестиционная порнография – не слишком откровенная, но тем не менее».

Немедленно появилось множество новых журналов, посвященных бизнесу и технологиям и призванных утолить стремление публики к информации. Журнал Wired именовал себя авангардным изданием цифровой революции. The Industry Standard стал новым еженедельником по вопросам интернет-экономики, а его колонки с публикациями данных о первичном размещении акций приобрели большую популярность. Business 2.0 гордо именовал себя оракулом

новой экономики. Быстрый рост числа публикаций являлся классическим признаком спекулятивного «пузыря». Историк Эдвард Ченселлор отмечал, что в 1840-е годы зарождение новой железнодорожной индустрии освещало всего четырнадцать еженедельных и два ежедневных издания. Во время финансового кризиса 1847 года многие из этих изданий исчезли. Когда такая же судьба в 2001 году постигла The Industry Standard, газета New York Times написала в своей редакционной статье: «Туда ему и дорога вместе с той шумихой, которую он породил».

Еще одним фактором, подпитывавшим бум, являлись интернет-брокеры. Их услуги были дешевле традиционных, во всяком случае, если говорить о размере комиссионных. На самом деле они были дороже, чем заявляли многие интернет-брокеры, так как значительная часть расходов кроется в «ножницах» между предложением продавца, то есть ценой, за которую один из клиентов готов продать акции, и спросом, то есть ценой, за которую другой клиент готов эти акции купить. Дисконтные брокерские конторы широко рекламировали свою деятельность и создавали впечатление, что с их помощью можно легко победить традиционную биржу. В одном из рекламных роликов клиентка такой конторы заявляет, что она хочет не просто победить рынок, а растоптать его и заставить умолять о пощаде. В другой популярной телевизионной рекламе подкованный в компьютерах подчиненный уговаривает своего старомодного босса сделать первое приобретение акций в режиме онлайн, а когда тот говорит, что ничего не смыслит в акциях, предлагает: «Давайте я вас научу». Всего одна манипуляция на клавиатуре – и поумневший босс мгновенно покупает первую сотню акций.

Такие кабельные сети, как CNBC и Bloomberg, стали настоящим культурным феноменом. Во всем мире телевизоры в местах отдыха, в аэропортах, барах и ресторанах были постоянно настроены на CNBC. За событиями на бирже наблюдали так же, как за спортивными состязаниями, причем здесь, как и в спортивных передачах, присутствовали домашние интервью (рассуждения об ожиданиях в преддверии открытия торгов), собственно игра (текущие сводки с биржи) и анализ после игры (обзор дневных событий и подготовка инвесторов к очередному дню). CNBC утверждал, что если вы будете смотреть его передачи, то всегда сможете «опережать соперников на виражах». Ведущим канала CNBC не надо было напоминать, что собака, кусающая ребенка, долго в семье не задержится. Скептикам, которые портили высокие рейтинги, на канале места не было.

Биржа стала более популярной темой, чем секс. Даже Говард Стерн все чаще стал прерывать свои разглагольствования о порнозвездах и описания различных частей тела, чтобы порассуждать об акциях каких-нибудь интернет-компаний.

В результате оборот фондового рынка достиг небывалых высот. Появилось 10 миллионов так называемых «дневных трейдеров», многие из которых бросили работу, чтобы разбогатеть более легким путем. Максимальный срок, на который задерживались у них акции, составлял несколько часов. Это было сродни лунатизму. Люди, которые обычно целыми часами взвешивали все за и против, чтобы купить какой-нибудь кухонный прибор стоимостью 50 долларов, вдруг начинали рисковать десятками тысяч долларов, руководствуясь всего лишь советами, полученными в чате. Профессор экономики Терренс Один, изучающий поведение инвесторов, пришел вместе с коллегами к выводу, что большинство интернет-трейдеров потеряли большие суммы денег еще во время бума, систематически покупая и продавая не те акции, которые нужно. В среднем дневным трейдерам редко удавалось продержаться на плаву больше шести месяцев.

## **Мошенничество губит рынок**

Спекулятивные мании вроде «пузыря» интернета вскрывают самые негативные аспекты нашей системы. Давайте не будем заблуждаться: именно мания новой экономики стала причиной целой серии скандалов, которые до основания потрясли всю капиталистическую систему.

Самым ярким примером может служить взлет и последующее банкротство компании Enron, одно время входившей в семерку крупнейших корпораций Америки. Крах этой фирмы, связанный с потерей 65 миллиардов долларов ее рыночной стоимости, может быть понят только в контексте громадного «пузыря» новой экономики и ее влияния на фондовый рынок. Акции Enron пользовались огромным спросом, так как эта компания доминировала не только на рынке энергоснабжения, но и специализировалась на коммуникации, электронной торговле и коммерции.

Enron принадлежала к числу явных фаворитов аналитиков Уолл-стрит. Журнал Fortune сравнивал старые энергетические компании со «сборищем старых дев, все еще танцующих под песни Гая Ломбардо». Enron же сравнивалась с молодым Элвисом Пресли, ворвавшимся в эстраду подобно метеору. Журналист, правда, не упомянул в своей статье, чем закончил Элвис. В компании Enron были установлены стандарты нетрадиционного творческого мышления, которые, к сожалению, привели к широкомасштабной дезинформации и обману.

Один из трюков, на которые пошло руководство этой компании, состоял в установлении множества сложных партнерских отношений с другими фирмами, которые скрывали истинное финансовое положение компании и создавали впечатление о ее сверхдоходах. Вот как, к примеру, действовала одна из самых простых схем. С фирмой Blockbuster Enron создала совместное предприятие по распространению кинофильмов через интернет. Спустя несколько месяцев эта затея лопнула.

Однако вскоре после образования совместного предприятия Enron тайком установила партнерские отношения с одним канадским банком, который выдал ей кредит на 115 миллионов долларов в обмен на будущие прибыли от этого предприятия. Разумеется, сделка с фирмой Blockbuster не принесла ни цента, но Enron записала в свои доходы 115 миллионов. Аналитики Уолл-стрит были в восторге и присвоили президенту компании Кену Лэю звание «самой светлой головы года». Аудиторская фирма Артура Андерсена проверила отчетность Enron и пришла к выводу о том, что компания достоверно отражает свое финансовое положение. А Уолл-стрит с удовольствием потирал руки, наблюдая за таким «творческим» отношением к партнерству.

Обман стал образом жизни в Enron. Газета Wall Street Journal писала, что высшие руководители компании Кен Лэй и Джефф Скиллинг лично организовали фальшивый торговый сайт, чтобы произвести впечатление на аналитиков Уолл-стрит. Для этого закупили самое современное оборудование и распределили между сотрудниками роли участников торговых сделок. Вся деятельность компании строилась в соответствии с хитроумно разработанным сценарием. В 2006 году Лэй и Скиллинг были осуждены по обвинению в заговоре с целью мошенничества. Сломленный Кен Лэй умер в том же году.

Один из служащих, который в результате банкротства Enron потерял и работу, и все сбережения, основал свою фирму, которая через интернет предлагала на продажу майки с надписью: «Enron выгнала меня на улицу».

Однако Enron была лишь одной из многих компаний, искажавших свою финансовую отчетность с целью обмана ничего не подозревавших инвесторов. Многие телекоммуникационные компании завышали свои доходы, предоставляя услуги оптико-волоконной связи по раздутым ценам. Компания WorldCom признала, что завысила свои прибыли на 7 миллиардов долларов, проводя в учете обычные расходы как капитальные инвестиции, которые не вычитались из доходов при подведении баланса. Во многих случаях в этих аферах были замешаны первые лица компаний.

Все эти скандалы поколебали доверие инвесторов и к самим компаниям, и к контролю над ними со стороны советов директоров, аудиторов и финансового сообщества. Они стали причиной ряда реформ, которые призваны сгладить конфликты интересов между менеджерами, аудиторами, руководством компаний и биржевыми аналитиками.

## **Должны ли мы были предвидеть опасность?**

Оставив в стороне случаи явного мошенничества, следует признать: да, мы обязаны были предвидеть, что вложение денег в новые технологии зачастую представляет опасность для инвестора. В 1850-е годы было широко распространено мнение, что железные дороги резко повысят эффективность путей сообщения и коммерции. Так оно и произошло в действительности, но это повышение никак не оправдывало цен на акции железнодорожных компаний, которые поднялись до заоблачных высот, прежде чем рухнули в августе 1857 года. Столетием позже самолетостроительные и телевизионные компании преобразовали нашу страну, но многие из первых инвесторов в эти отрасли потеряли последнюю рубашку. Основным критерием при вложении денег должно быть не то, как новая отрасль повлияет на наше общество и какие у нее перспективы роста, а то, способна ли она приносить стабильную прибыль.

История учит нас тому, что любые рынки повинуются законам тяготения. Мой личный опыт подсказывает, что постоянно проигрывают на рынке те, кто не способен устоять перед искушением очередной «тюльпанной лихорадки». Заработать деньги на бирже нетрудно. Как мы увидим позже, инвесторы, которые покупают и держат у себя широкий спектр акций, в результате имеют достаточно большой и стабильный доход на длительную перспективу. Однако порой трудно бывает удержаться от искушения выбросить деньги на какую-нибудь спекулятивную акцию, сулящую быстрое обогащение.

В подобных историях можно найти немало виновников. Это и недобросовестные предприниматели, выносящие на биржевые торги всякий хлам, и биржевые аналитики, рекомендующие покупать заведомо негодные акции, и руководство фирм, «творчески» подходящее к финансовой отчетности для искусственного завышения своей прибыли. Но главной причиной возникновения «пузырей» всегда является неистребимая алчность инвесторов, готовых клюнуть на любую сомнительную схему с целью быстрого обогащения.

И этой истории нет конца. У меня есть друг, который вложил свои скромные сбережения в казначейские обязательства, недвижимость и акции «голубых фишек», тем самым обеспечив себе стабильный доход. Однако душа его не находила покоя. За коктейлем он постоянно сталкивался с людьми, рассказывавшими ему о том, как утроились в цене акции интернет-компаний и удвоились акции телекоммуникационных фирм. Ему тоже не терпелось в этом поучаствовать. На глаза ему попались акции компании Boo.com, занимавшейся розничными поставками эксклюзивной одежды через интернет, причем без всяких скидок. Одежда была такой дорогой, что мало кто мог себе ее позволить. Однако мой друг прочитал в Time статью, где было написано о том, что покупки через интернет совершаются быстрее, дешевле и надежнее, что престижная компания JP Morgan вложила в эту фирму миллионы, а журнал Fortune назвал ее одной из лучших компаний 1999 года.

Мой друг попался на крючок и поспешил купить акции этой компании. Прежде чем обанкротиться, компания за два года умудрилась потратить 135 миллионов долларов. Один из ее соучредителей, отвечая на обвинения в излишнем расточительстве, заявил: «Я всего три раза летал на „Конкорде“, и то это были специальные предложения со скидкой». Конечно же, мой друг купил акции, когда цены на них были на самом пике. В результате, когда фирма обанкротилась, он потерял все свои сбережения. Умение избегать таких роковых ошибок – самый главный фактор, позволяющий сохранить и приумножить свой капитал. Этот урок совершенно очевиден, но почему-то он постоянно игнорируется.

## **Бум и обвал на американском рынке недвижимости в начале 2000-х годов**

Хотя «пузырь» интернет-компаний был, возможно, самым масштабным на американском фондовом рынке, история с ценами на жилые дома, происшедшая в начале нового тысячелетия, оказалась самой значительной на рынке недвижимости за всю историю США. Более того, этот бум и последующий коллапс цен оказали на среднестатистического американца намного большее влияние, чем любые пертурбации на бирже. Дома, предназначенные для одной семьи, являются самым крупным активом в портфелях рядовых инвесторов, поэтому падение цен на них немедленно сказывается на благосостоянии семьи. Дефляция «пузыря» недвижимости едва не обрушила финансовую систему США (а заодно и всего мира) и стала причиной острой и болезненной глобальной рецессии. Чтобы понять, как формировался этот «пузырь» и почему он причинил такой далеко идущий ущерб, необходимо разобраться в фундаментальных изменениях, происшедших в банковской и финансовой системах.

В анекдоте, который я хочу вам рассказать, идет речь о женщине средних лет, перенесшей серьезный сердечный приступ. Лежа в приемном отделении больницы, она переживает клиническую смерть и предстает перед Богом. «Неужели это все? – спрашивает она. – Я умерла?» Бог заверяет ее, что она останется в живых и проживет еще тридцать лет. И действительно, она выживает, ей устанавливают стенты, расширяющие артерии, и болезнь отступает. И тогда женщина говорит себе: «Раз уж мне осталось жить еще тридцать лет, то надо воспользоваться этим в полной мере». Поскольку она все равно находится в больнице, то решает воспользоваться услугами пластической хирургии. После операции она выглядит просто великолепно. Легкой походкой женщина выходит за двери больницы, и ее тут же сбивает автомобиль скорой помощи. Попав в рай, она снова встречается с Богом и спрашивает: «В чем дело? Я ведь была уверена, что мне жить еще тридцать лет». «Ужасно сожалею, мадам, – отвечает Бог. – Я вас просто не узнал».

### **Новая банковская система**

Если бы какой-нибудь финансист после 30-летнего сна вдруг очнулся в начале 2000-х годов, то существующая финансовая система показалась бы ему совершенно неузнаваемой. При старой системе, которая руководствовалась принципом «что сам создал, с тем и живи», банк выдавал ипотечный (или деловой, или потребительский) кредит и это было исключительно его заботой вплоть до момента выплаты. В конце концов, если бы заемщик оказался неплатежеспособным, то с клерка, который выдал кредит, спросили бы со всей строгостью. В такой обстановке от человека, обращавшегося за кредитом, требовали залог и документы, которые подтверждали бы его платежеспособность.

В начале 2000-х годов банковская система претерпела кардинальные изменения и стала руководствоваться другим принципом: «отдай на сторону то, что создал». Банки (и крупные специализированные ипотечные компании), как и раньше, выдавали кредиты на покупку жилья, но буквально в течение нескольких дней перепродавали возникшую задолженность инвестиционному банку. Инвестиционный банк собирал пакет из нескольких таких задолженностей и выпускал на его основе ипотечную ценную бумагу – деривативное долговое обязательство, в качестве гарантии которого выступал залоговый договор на недвижимость. Такая взаимно обеспеченная ценная бумага даже давала доход, который складывался из поступлений от выплаты процентов по кредиту и основного долга.

Чтобы еще больше осложнить ситуацию, это долговое обязательство не привязывалось напрямую к какому-то конкретному договору залога. Его делили на несколько траншей, каж-

дый из которых имел свой приоритет платежей и зависящий от него рейтинг. Все это называлось финансовым инжинирингом. Даже если лежащий в основе всего договор залога не отличался надежностью, рейтинговые агентства с готовностью присваивали этим долговым обязательствам высший рейтинг – ААА. Такую систему правильнее было бы назвать финансовой алхимией. Такая же алхимия наблюдалась и в отношении других долговых обязательств, в основе которых лежали задолженности по кредитным картам и по кредитам на покупку автомобилей. Затем эти деривативные ценные бумаги продавались по всему миру.

Дальше – больше. На основе деривативов, возникших из долговых ипотечных обязательств, создавались деривативы второго порядка – кредитные дефолтные свопы, которые должны были играть роль своего рода страховых полисов в случае неплатежей по кредитам. Если вкратце, то свопы позволяли обеим сторонам сделки (контрагентам) делать ставки на выполнение или невыполнение долговых обязательств. Например, если у меня на руках долговое обязательство, выпущенное General Electric, и я начинаю беспокоиться по поводу кредитоспособности этой компании, то у меня есть возможность купить страховой полис, скажем компании AIG (крупнейшего эмитента дефолтных свопов), и получить по нему возмещение убытков, если GE окажется неплатежеспособной. Вся проблема в том, что у страховых компаний типа AIG не хватило бы денежных резервов для выплаты всех компенсаций, если бы вдруг что-то пошло не так. Любой человек, независимо от страны проживания, мог купить такую страховку, даже не имея на руках долгового обязательства. В конечном итоге общая сумма кредитных дефолтных свопов порой в десять раз превышала стоимость лежащих в их основе долговых обязательств. Ситуация, в которой деривативы во много раз превосходили по стоимости базовые ценные бумаги, являлась главной отличительной чертой новой финансовой системы, которая из-за этого становилась намного более рискованной.

### **Размывание стандартов кредитования**

Завершая описание этой опасной картины, упомянем еще и созданные финансистами так называемые структурированные инвестиционные продукты (СИП), благодаря которым деривативные ценные бумаги можно было не отражать в своей финансовой отчетности. Под такую структурированную ценную бумагу можно было взять в долг деньги, необходимые для покупки деривативов, а в баланс инвестиционного банка записать только средства, потраченные на приобретение СИП. В прошлом регулятор отметил бы слишком длинное кредитное плечо как фактор повышения риска, но в новой финансовой системе на это закрывали глаза.

Новая система вела к тому, что стандарты предоставления кредитов банками и ипотечными компаниями становились все более неопределенными. Ведь риск неуплаты долга по ипотеке сводился для кредитора всего к нескольким дням, пока он не перепродаст закладную инвестиционному банку. Поэтому он и не беспокоился о кредитоспособности заемщика. Требования к договорам ипотеки резко снизились. Когда я в первый раз заключал ипотечный договор, кредитор настаивал на предоплате в размере *как минимум* 30 процентов. Но в новой системе такие сделки заключались вообще без гарантий в надежде на то, что цены на жилье будут расти вечно. Обычным явлением стали так называемые субстандартные кредиты, которые выдавались людям, не имевшим ни дохода, ни работы, ни имущества. У них даже не спрашивали никаких документов, которые могли бы подтвердить их платежеспособность. Это были так называемые договоры без документального обеспечения. Деньги на приобретение жилья выдавались свободно, а цены на недвижимость стремительно росли.

Правительство играло активную роль в надувании «пузыря» недвижимости. Под давлением конгресса, настаивавшего на повышении доступности жилья, Федеральное управление жилищного строительства взяло на себя гарантии по ипотечным договорам для заемщиков с низким уровнем дохода. Разумеется, почти две трети невозвращенных долгов было выкуплено

в начале 2010 года правительственными агентствами. Правительство не просто провалилось в роли регулятора финансовых учреждений, но и своей политикой прямо способствовало разрастанию «пузыря». В любом непредвзятом описании истории «пузыря» недвижимости вина возлагается не только на «хищных кредиторов», но и на правительство, своими руками создававшее условия для получения ипотечных кредитов людьми, которые не в состоянии были их вернуть.

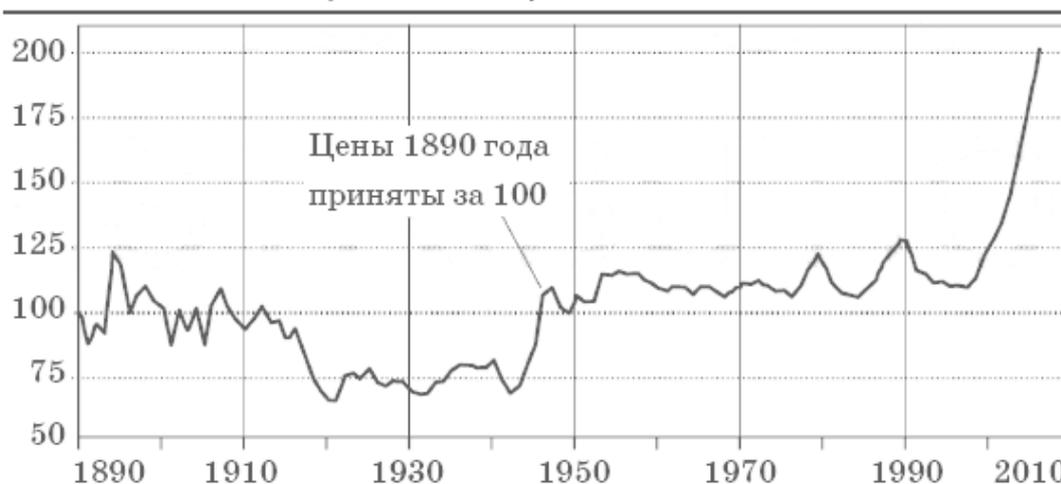
### «Пузырь» жилой недвижимости

Сочетание правительственной политики и изменившихся правил кредитования привело к колоссальному росту спроса на жилые дома. Благодаря доступным кредитам цены на них быстро взмыли вверх. Но это лишь увеличило число покупателей. Покупка жилья, казалось, не таила в себе никаких рисков, потому что его стоимость непрерывно росла. Некоторые покупатели приобретали дома не потому, что им негде было жить. Их цель состояла в том, чтобы быстро перепродать дом по повышенной цене.

График, приведенный на странице 129, демонстрирует размеры «пузыря». Данные взяты из индекса цен на жилье Кейса – Шиллера. Проведенная коррекция состояла в том, что если цена на дом выросла на 5 процентов при инфляции, составлявшей также 5 процентов, то повышение цены не учитывалось. Если же цена поднялась на 10 процентов, то на графике это отмечено как 5-процентное повышение.

Данная иллюстрация показывает, что в течение ста лет, начиная с конца 1800-х и до конца 1900-х годов, цены на жилье с учетом инфляции были стабильны. Они немного росли, но только вместе с общим уровнем цен. Во время Великой депрессии 1930-х годов они упали, но в конце века находились уже на том же уровне, что и в начале. Однако начиная с 2000-х годов они удвоились. Индекс цен на жилье составляется из показателей двадцати городов. В некоторых из них цены поднялись даже выше, чем в среднем по стране.

Цены на жилье с учетом инфляции



Источник: Индекс цен Кейса — Шиллера.

О «пузырях» нам известно то, что все они рано или поздно лопаются. На следующем графике показан нанесенный ущерб. Падение цен было широкомасштабным и катастрофическим. Многие владельцы обнаруживали, что сумма долга по кредиту, подлежащая выплате, намного превышала стоимость дома. Участились случаи неуплаты и возвращения домов кредиторам.

## Лопнувший «пузырь»



Источник: Standard and Poor's.

\* Скорректировано с учетом сезонных колебаний.

Влияние на экономику оказалось разрушительным. Когда рынок жилья рухнул, многие владельцы домов просто прекратили платежи. То же самое касалось и тех, кто взял кредиты под залог жилья.

Падение цен на жилые дома уничтожило ценность ипотечных ценных бумаг, основанных на долговых обязательствах заемщиков. Финансовым компаниям пришлось расхлебывать кашу, которую они же и заварили. Они остались с токсичными активами на руках. Началась серия громких банкротств, и правительству пришлось спасать самые крупные финансовые учреждения. Круг замкнулся. Кредитные организации прекратили ссужать деньги малому бизнесу и индивидуальным заемщикам. Последовавшая рецессия в Соединенных Штатах была болезненной и продолжительной, уступая в этом отношении лишь Великой депрессии 1930-х годов.

## «Пузыри» и экономическая активность

Наш обзор самых крупных «пузырей» в истории доказывает, что они неизбежно лопаются, сопровождаясь тяжелыми последствиями для реальной экономики. Эти последствия сказываются не только на спекулянтах. «Пузыри» особенно опасны, когда они ассоциируются с кредитными бумагами и леверажными схемами финансовых компаний.

«Пузырь» жилой недвижимости служит одной из самых драматических иллюстраций. Повышенный спрос на жилье породил рост цен на него, что, в свою очередь, повлекло за собой рост объемов ипотечного кредитования и новый виток цен в результате позитивной петли обратной связи. Снизились стандарты предоставления займов, за счет чего еще больше увеличилось плечо финансового рычага. В результате как индивидуальные участники, так и финансовые учреждения оказались в чрезвычайно уязвимом положении.

Когда «пузырь» лопается, петля обратной связи меняет направление на противоположное. Цены падают, и люди обнаруживают, что их имущество потеряло в цене и задолженность по ипотечному кредиту превышает стоимость жилья. Как следствие, они прекращают брать

кредиты и сокращают потребительские расходы. Это больно бьет по финансовым учреждениям и ослабляет экономику. Результатом негативной петли обратной связи становится тяжелая рецессия. Кредитные бумы представляют собой одну из самых больших угроз для реальной экономики.

### **Значит ли это, что рынки не эффективны?**

Описанные в данной главе примеры «пузырей» интернет-компаний и жилья на первый взгляд противоречат утверждению, что фондовый рынок и рынок недвижимости рациональны и эффективны. Однако главный урок состоит не в том, что порой рынок бывает иррациональным и что это позволяет отказаться от теории прочного фундамента. Скорее наоборот, из данной главы можно сделать вывод, что в любом случае рынок сам себя корректирует. Он исправляет любые нерациональные действия – медленно, но неотвратимо. На рынке могут возникать какие-то аномалии, он может проявить необоснованный оптимизм, заманивая в свои силки неосторожных вкладчиков, но всегда признает только реальные ценности, и этот урок должны усвоить все инвесторы.

Я убежден в правоте Бенджамина Грэма, который писал в своей книге «Анализ ценных бумаг», что решения на рынке принимаются не большинством голосов, а на основании тщательного взвешивания всех обстоятельств. Критерии оценки не изменились. Каждая акция стоит столько, сколько дохода она может принести вкладчикам. Главным фактором по-прежнему являются стоящие за ней реальные ценности.

Рынки могут быть очень эффективны, даже если порой они допускают ошибки. Иногда эти ошибки бывают просто колоссальными, как, например, «пузырь» интернета в начале 2000-х годов, который, казалось, обесценил все будущее. Предсказания неизменно оказываются неправильными. Более того, инвестиционный риск невозможно точно просчитать, поэтому никто не может быть уверен в будущем своих вложений. Таким образом, рыночные цены всегда неправильны. Но в каждый данный момент времени никто не может достоверно утверждать, что они завышены или занижены. Все представленные мною данные свидетельствуют о том, что профессиональные инвесторы не в состоянии комплектовать свои портфели исключительно «недооцененными» активами и избегать «переоцененных». Даже самые светлые умы Уолл-стрит не могут провести четкую границу между правильными и неправильными оценками. Не бывает таких случаев, что кто-то регулярно получает доход, принимая только правильные решения вопреки коллективной мудрости рынка. Да, рынок не всегда прав, но **НИ ОДИН ЧЕЛОВЕК И НИ ОДНО УЧРЕЖДЕНИЕ НЕ МОГУТ ПОСТОЯННО БЫТЬ УМНЕЕ РЫНКА.**

Беспрецедентный «пузырь» на рынке недвижимости в первом десятилетии XXI века также не смог поколебать гипотезу эффективности рынка. Если людям дают возможность приобрести дом без предоплаты, то высшим проявлением рациональности будет готовность платить за него непомерно вздутую цену, надеясь на то, что она будет расти и дальше и покупатель в результате останется в выигрыше. Когда «пузырь» лопается и цены на жилье обрушиваются, то новые покупатели предпочитают оставаться в сторонке, а кредиторы (а иногда и правительство) подсчитывают убытки. Да, стимулы в данном случае были извращенными, регулирование – недостаточным, а правительственные решения – непродуманными. Но причина этого прискорбного эпизода и последовавшей глубокой рецессии заключалась вовсе не в слепой вере в гипотезу эффективности рынка.

## «Пузырь» криптовалют

Последний из рассматриваемых нами «пузырей» начала XXI века не столь значителен, так как весь рынок криптовалют пока еще весьма мал относительно других рынков и экономики в целом. Однако рост цен на биткойн и многие другие криптовалюты был, пожалуй, даже более драматичным, чем на тюльпанные луковицы. А по силе воздействия на умы масс и по косвенному влиянию на другие рынки его можно было сравнить с безумием «пузыря» интернет-компаний.

### Биткойн и блокчейн

Биткойн, являющийся самой распространенной в мире криптовалютой, называют то «деньгами будущего», то «никому не нужной фальшивкой». Рост его стоимости наводит на мысли о «пирамиде», которая может закончиться самым крупным финансовым «пузырем» всех времен. Цены на биткойн прошли путь от нескольких центов до почти 20 тысяч долларов в конце 2017 года. Колебания могут составлять несколько тысяч долларов в ту и в другую сторону, достигая 50 процентов в течение нескольких дней.

Биткойн был разработан неизвестным лицом или группой лиц, скрывающихся под псевдонимом Сатоши Накамото. Его целью, как указано в выпущенной им в 2008 году «Белой книге» (White Paper), было «создание системы электронных расчетов без посредников». Неуловимый Накамото общался с окружающими только посредством электронной почты и социальных сетей. Хотя были сообщения о том, что некоторых людей идентифицировали как Накамото, подлинная личность создателя биткойна так никем и не была подтверждена. Создав первоначальные правила для сети биткойна и опубликовав в 2009 году соответствующее программное обеспечение, Накамото через два года исчез из поля зрения. Утверждают, что у него накоплен миллион токенов, стоимость которых по состоянию на начало 2018 года составляет миллиарды долларов, а это делает его одним из богатейших людей мира.

Система биткойна функционирует на основе публичного реестра, который называется блокчейн. За кодированный и защищенный паролем (но анонимный) вход в реестр подтверждает владение биткойнами. Блокчейн содержит данные о том, кому принадлежат биткойны в каждый данный момент времени, а также историю каждого находящегося в обращении биткойна. Сеть поддерживается независимыми компьютерами, находящимися в разных странах мира. Плата за содержание этих компьютеров и проведение транзакций осуществляется в биткойнах в процессе майнинга. Все находящиеся в обращении токены созданы в результате этого процесса. Существует максимальный лимит обращения, составляющий 21 миллион токенов<sup>4</sup>.

Блокчейн постоянно увеличивается, прирастая новыми блоками записей, которые присоединяются к уже существующим и документируют все операции, совершаемые в сети. Копии распределяются между компьютерами сети, так что каждый может проверить их правильность в случае какой-нибудь ошибки. Благодаря этому обман исключается. Если кто-то из пользователей, помогающих поддерживать сеть, решит изменить записи в свою пользу и положить деньги на собственный счет, остальные компьютеры тут же распознают такую попытку. Конфликты решаются с помощью консенсуса, а мощная система кодирования до сих пор позволяла сети надежно функционировать.

По состоянию на 2018 год имелось несколько миллионов индивидуальных пользователей, которые через протоколы биткойна совершали как легальные, так и нелегальные платеж-

---

<sup>4</sup> Когда лимит будет достигнут, потребуется другой метод платежей за поддержание сети, например взимание сборов за проведенные операции.

ные операции. Обменный курс биткойна при этом роли не играет. Трансакции могут производиться независимо от того, сколько стоит биткойн: один доллар или 20 тысяч. Вы можете приобрести криптовалюту и моментально конвертировать ее в доллары. За тот короткий промежуток времени, в течение которого совершается операция, изменение курса не способно повлиять на результат. Критики называют такую технологию очень опасной, так как она позволяет осуществлять все денежные операции анонимно, без обращения к банковской системе и использования национальных валют.

### **Являются ли биткойны настоящими деньгами?**

Финансисты-профессионалы, придерживающиеся традиционных взглядов, крайне скептически относятся к феномену криптовалют. Джейми Даймон, глава JPMorgan Chase, с самого начала называл биткойн «никому не нужной фальшивкой» и утверждал, что уволит любого сотрудника банка, который свяжется с биткойном. Такие легендарные инвесторы, как Ховард Маркс и Уоррен Баффет, высказывали мнение, что за криптовалютами не стоит ничего реального, поэтому они не имеют ценности. Но то же самое можно сказать и о любой национальной валюте. У долларовой купюры нет никакой внутренней стоимости. Ко всем бумажным деньгам можно относиться с известной долей скепсиса, хотя обычно их и не называют финансовой пирамидой. Давайте разберемся, можно ли вообще считать деньгами биткойн и другие криптовалюты.

Как определить, что такое деньги? Казалось бы, странный вопрос, но, когда мы имеем дело с биткойном, он затрагивает ряд щекотливых моментов. С точки зрения экономиста, деньги выполняют три основные функции. Во-первых, они являются средством обмена. Мы ценим деньги, потому что они дают нам возможность покупать товары и услуги. Имея наличность, мы всегда можем купить себе сэндвич, если проголодаемся, или бутылку воды, если захочется пить.

Во-вторых, деньги являются расчетной единицей, своего рода мерилем, с помощью которого устанавливаются цены, например номер New York Times стоит по состоянию на 2018 год 3 доллара. Также с помощью денег фиксируются долги как в данный момент, так и на будущее. Например, если я буду платить только проценты по ипотечному кредиту общей стоимостью 100 тысяч долларов, взятому под 5 процентов, то мои ежегодные платежи составят 5 тысяч долларов, а к моменту окончания кредитного договора на мне будет висеть долг в 100 тысяч.

В-третьих, деньги несут в себе некую ценность. Продавец принимает от вас деньги взамен за товар или услугу, так как впоследствии может использовать их для приобретения чего-то другого. Конечно, можно держать ценности и в других активах, например в акциях, но деньги являются самым ликвидным активом. Они предпочтительнее для совершения покупок – как сейчас, так и, скорее всего, в обозримом будущем.

Как же биткойн соответствует этим традиционным функциям, предъявляемым к деньгам? В определенной степени он удовлетворяет первому требованию, так как принимается во всем мире для расчетов по многим типам сделок. И хотя процесс аутентификации весьма сложен, с точки зрения накладных расходов такой вид расчетов в международном бизнесе может потенциально оказаться более дешевым, чем с использованием банковских механизмов. Те, кто совершает сделки, граничащие с противозаконными, естественно, предпочитают данную схему из-за ее анонимности. Кроме того, это придает участникам больше уверенности в том, что никакое правительство не сможет конфисковать их деньги в тех странах, где без должного уважения относятся к праву собственности. Неудивительно, что основная масса сделок с использованием криптовалют первоначально совершалась в азиатских странах, где особенно силен страх перед конфискацией.

Чрезвычайная волатильность биткойна мешает ему выполнить второе и третье условия, содержащиеся в определении денег. Актив, который каждый день подвергается таким существенным скачкам цены, не может служить средством измерения ценности и иметь стабильную собственную ценность. Именно волатильность является главным недостатком биткойна. Какой-либо надежной привязки криптовалют к источнику естественной ценности не существует. Тот, кто хочет избежать риска высокой волатильности, имея дело с биткойном, вынужден будет обменивать его на более стабильные национальные валюты. Для американского доллара и других сильных мировых валют существуют, по крайней мере, центральные банки, основная цель которых как раз и состоит в поддержании стабильности.

Эта ситуация напоминает мне классическую историю о торговце сардинами, у которого весь склад был забит консервами. Однажды голодный складской рабочий вскрыл одну из банок, надеясь перекусить, но обнаружил в ней песок. Когда он обратился с вопросом к торговцу, тот ответил, что консервы на складе предназначены для продажи, а не для еды. Похоже, данная история имеет отношение и к биткойну.

Большинство торговцев биткойнами и другими криптовалютами делали ставку на то, что в этой спекулятивной игре цены будут продолжать расти. Для тех, кто вступил в игру на ранней стадии, выигрыши оказались просто огромными. Помните двух высоченных гребцов-олимпийцев – братьев-близнецов Кэмерона и Тайлера Уинкловоссов, которые обвинили Марка Цукерберга в том, что он украл у них идею Facebook во время учебы в Гарвардском колледже? Судебная тяжба была улажена за 65 миллионов долларов, Цукерберг так и остался миллиардером, владея акциями Facebook. Не стоит жалеть близнецов, которые рассчитывали на большие деньги. Из выплаченной им по суду суммы они взяли 11 миллионов долларов и приобрели на них биткойны по 120 долларов за штуку. В 2017 году они стали биткойновыми миллиардерами.

### **Можно ли назвать феномен биткойна «пузырем»?**

К какому же выводу мы приходим? Являемся ли мы свидетелями рассвета многообещающей новой технологии, которая существенно улучшит механизм международных расчетов? Или это всего лишь очередной спекулятивный «пузырь», который приведет многих участников к финансовому краху? Возможно, и на тот, и на другой вопрос можно ответить утвердительно. Технология блокчейн, на которой основан феномен биткойна, реальна, и ее улучшенные версии могут получить широкое распространение. В любом случае она способна в корне изменить механизм международных денежных расчетов.

Перспективность блокчейна и схожих технологий распределенного реестра связана и с тем, что она может быть использована для накопления медицинских данных или историй ремонтов каждого конкретного автомобиля. Штат Делавэр, который специализируется на организации корпораций из компаний, расположенных в разных странах мира, работает в настоящее время над использованием технологии блокчейн для фиксации данных о работе корпораций. Дубай объявил о том, что к 2020 году намерен перевести весь правительственный документооборот в блокчейн. Имеются и другие схожие планы по децентрализации баз данных, возникшие благодаря успеху биткойна.

Эта технология потенциально способна снизить накладные расходы платежных операций и увеличить их скорость. Цифровые валюты могут повысить надежность расчетов между продавцами и покупателями без необходимости привлечения других финансовых или правительственных структур в качестве посредников. Однако реальность лежащей в основе феномена технологии не исключает возможности образования «пузыря». Интернет тоже был многообещающим явлением в конце 1990-х годов, но это не уберегло компанию Cisco Systems, изготавливавшую коммутаторы и маршрутизаторы, которые составляют «становой хребет интернета»,

от потери 90 процентов своей стоимости, когда «пузырь» лопнул. Рост цен на биткойн и другие цифровые валюты также демонстрирует явные признаки классического «пузыря».

Одним из таких признаков служит скорость возрастания цен. За короткий промежуток времени цена биткойна выросла с нескольких центов до почти 20 тысяч долларов. В 2010 году биткойн можно было приобрести менее чем за цент. Наивысшая зарегистрированная цена покупки в том году составляла 0,39 доллара. В 2011 году его продавали уже по 31 доллару, но к концу года цена упала до 2 долларов. Такие же резкие скачки были характерны для биткойна и на протяжении нескольких последовавших лет, хотя общая тенденция к росту была очевидна. В начале января 2017 года биткойн продавался по 750 долларов. Год завершился на отметке 14 тысяч долларов, хотя незадолго до этого цена подбиралась к 20 тысячам. Биткойн демонстрировал экстремальную волатильность, падая или поднимаясь в цене на одну треть за сутки. Так же вели себя и другие криптовалюты. Темпы роста цен намного превосходили то, что наблюдалось в XVII веке в Голландии во время тюльпанной лихорадки. С ними не мог сравниться ни один из описанных ранее «пузырей». Амплитуда ценовых колебаний и высокая волатильность позволяют предположить, что мы имеем дело с самым грандиозным «пузырем» в истории.

Пропаганде «пузырей» служат красивые истории, становящиеся частью популярной культуры. История биткойна – идеальный пример того, как мемы разжигают энтузиазм в среде миллениалов. Биткойн все чаще упоминается в прессе, на телевидении и в кино. Истории, связанные с криптовалютой, не ограничиваются только финансовыми изданиями. Они появляются и в общедоступных СМИ. В 2017 году биткойн был вторым по популярности запросом в поисковой системе Google (после урагана «Ирма»). Знаменитый рэпер Питбуль присоединился к череде знаменитостей, восхваляющих биткойн. Такие суперзвезды, как Кэти Перри и Пэрис Хилтон, пишут о биткойне в социальных сетях. Слова одобрения высказали также боксер Флойд Мейвезер и футболист Лионель Месси.

Миллионы телезрителей познакомились с миром криптовалют благодаря сериалам «Анатомия страсти» и «Теория Большого взрыва». В сериале «Хорошая жена» биткойну посвящена целая серия. Вопросы о биткойне часто звучат в телевикторинах. В документальном фильме «Ставка на биткойн» говорится о «денежной революции» и «самой разрушительной инновации после интернета». В мультсериале «Симпсоны» тоже звучали упоминания о криптовалютах. В частности, маленький мальчик интересовался у родителей, можно ли ему получать карманные деньги в биткойнах.

Помните, как во время «пузыря» интернета на рубеже веков многие компании добавляли к своим названиям .com и .net, чтобы повысить стоимость своих акций? В наши дни эта история повторяется почти дословно. Акции Long Island Iced Tea Corp. подскочили на 289 процентов, когда эта неприбыльная в прошлом компания стала называться Long Blockchain Corp. Она объявила, что собирается заключать партнерские соглашения или вкладывать деньги в фирмы, которые развивают децентрализованные реестры, но так и не представила ни соответствующих соглашений, ни даже планов по их заключению. Никому не известные компании с ничтожной капитализацией чуть ли не ежедневно начали менять названия, чтобы как-то примазаться к криптовалютной мании. В результате цены на их акции начали стремительно расти – порой даже в десять раз. И этот феномен отнюдь не ограничивается Соединенными Штатами. Британская компания Online PLC, ранее инвестировавшая деньги в интернет-лицензии, в конце 2017 года пережила свой лучший день на биржевых торгах. Ее акции подскочили в цене на 394 процента за счет смены названия на Online Blockchain PLC.

## **Конец ознакомительного фрагмента.**

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

Прочитайте эту книгу целиком, [купив полную легальную версию](#) на ЛитРес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.