

МАЙКЛ МОБУССИН

БОЛЬШЕ, ЧЕМ ВЫ ЗНАЕТЕ



НЕОБЫЧНЫЙ ВЗГЛЯД
НА МИР ФИНАНСОВ

*Finding Financial Wisdom
in Unconventional Places*

Блестяще написанная практическая книга, которую каждый инвестор должен прочесть несколько раз. Мобуссин не имеет аналогов.

Harvard Business School



Детали акции: www.fibo.ru/bonus
Откройте счет в FIBO и получите бонус 25%

ВАШ ПРОМОКОД
6423122013

Майкл Мобуссин

Больше, чем вы знаете.

Необычный взгляд на мир финансов

Текст предоставлен издательством

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=6885474

*Больше, чем вы знаете: Необычный взгляд на мир финансов / Майкл
Мобуссин: Альпина Паблишер; Москва; 2014
ISBN 978-5-9614-3247-3*

Аннотация

38 коротких эссе, собранных в этой книге, позволят заинтересованному читателю по-новому взглянуть на фондовый рынок. Автор, Майкл Мобуссин, главный специалист по инвестированию Credit Suisse и адъюнкт-профессор школы бизнеса Колумбийского университета, признанный специалист в сфере поведенческих финансов, подходит к фондовому рынку как к сложной адаптивной системе. Для иллюстрации своих идей он проводит неожиданные и вместе с тем оправданные параллели с колониями муравьев, азартными играми, спортивными состязаниями или математическими правилами. Рассматривая философию и психологию инвестирования, инновационные и конкурентные стратегии, автор предлагает при рассмотрении этих проблем использовать междисциплинарный подход. С

одной стороны, он дает практические советы о том, как вести долгосрочное инвестирование, оценивать потенциал компаний, поддерживать дисциплину инвестора, справляться со стрессом и не поддаваться стадному поведению. С другой стороны, предлагает увлекательную игру с нетрадиционными идеями. В этом смысле книга принесет читателю интеллектуальную пользу – подарит классную идею или укажет путь к самосовершенствованию.

Содержание

Предисловие к русскому изданию	7
Благодарности	10
Введение	14
Часть I	21
Введение	21
Глава 1	25
Еще карту	26
От казны к богатству	29
Расстановка приоритетов процесса	34
Глава 2	36
По донесениям разведки	37
Изучаем победителей	40
Инвестирование: профессия или бизнес?	44
Глава 3	50
Играем, как Бэйб	50
Обратная сторона стереотипов	52
Быки, медведи и шансы	53
От внебиржевого рынка до внеипподромного тотализатора	56
Конец ознакомительного фрагмента.	60

Майкл Мобуссин

Больше, чем вы знаете.

Необычный взгляд на мир финансов

Издано при содействии Международного Финансового
Холдинга FIBO Group, Ltd.

Редактор *В. Мылов*

Руководитель проекта *А. Половникова*

Корректор *Е. Сметанникова*

Компьютерная верстка *М. Поташкин*

Дизайн обложки *Креативное бюро «Горвард Рорк»*

© Michael J. Mauboussin, 2006, 2008

Настоящее издание является переводом оригинального
американского издания и печатается с разрешения Columbia
University Press.

© Издание на русском языке, перевод, оформление. ООО
«АЛЬПИНА ПАБЛИШЕР», 2014

*Все права защищены. Никакая часть электронной версии
этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни*

было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, для частного и публичного использования без письменного разрешения владельца авторских прав.

*** * ***

*Моим родителям, которые всегда стояли за
моей спиной, но никогда слишком близко*

Продуманную перспективу не выстроить, если изучать научные дисциплины порознь — они нуждаются в согласовании. Объединение их требует немалых усилий. Но, помо- ему, оно неизбежно. Это будет правильно с точки зрения здравого смысла и вознаградит побуждения, восходящие из благородной части человеческой натуры. По мере сужения расстояния между основными отраслями знания будут возрастать разнообразие и глубина познаний.

Эдвард Уилсон. Согласование

Предисловие к русскому изданию

Неисповедимы пути к успеху. Каждый успешный трейдер может изложить свой рецепт его достижения. И эти рецепты не будут одинаковыми. Даже более того, зачастую они противоположны. То, что приносит удачу одному, совершенно неприемлемо для другого, вызывая в лучшем случае недоумение.

Кто-то усердно ищет закономерности и изобретает собственные сигналы в графиках технического анализа. Кто-то напротив, предпочитает фундаментальные новости. Кто-то следует за рынком, кто-то пытается ему противостоять.

Автор книги, Майкл Мобуссин, предлагает подход, который заставляет многих профессиональных трейдеров, удивленно поднимать брови. Майкл сравнивает процесс инвестирования с игрой в рулетку, покер или блэк-джек. Это неожиданная, но интересная точка зрения, которая приносит автору успех при инвестировании на фондовом рынке. Более того, как выяснилось, статьи Майкла Мобуссина, в которых он описывает свой подход к трейдингу, пользовались большой популярностью среди игроков в покер. Они тоже искали, и находили для себя пользу.

Надо признать, что даже те, кто давно и успешно торгует на фондовом или валютном рынке найдет в этой книге немало интересного. Автор при помощи статистических вы-

кладок доказывает свою правоту. Он с легкостью проводит параллели между доходностями самых успешных взаимных фондов, которые на длительных отрезках переигрывали индекс S&P-500 с игрой величайших бейсболистов всех времен. Кстати, Майкл Мобуссин неоднократно предостерегает от увлечения анализа рынка на коротких промежутках времени. По его мнению, у рынков существуют закономерности, которые имеют периоды в 10 и более лет, а потому, безусловно выстроенная модель обязательно нуждается в серьезной корректировке. Трейдеры знают, что автоматические советники, как правило, успешно работают лишь несколько месяцев. На фондовом рынке некоторые модели инвестирования могут приносить прибыль в течение нескольких лет, но резкое изменение ситуации способно разрушить все созданное и в одночасье превратить прибыль в убытки.

Чтобы этого не происходило, автор рекомендует иметь более широкий взгляд на происходящее, не замыкаясь лишь на одной излюбленной теории, пытаясь при ее помощи объяснить все вокруг. И надо сказать, что этот тезис доказан опытным путем: эксперты с более широким кругозором дают более точные прогнозы, чем узкие специалисты.

А это значит, что для того, чтобы быть успешным, необходимо рассматривать даже те теории, которые на первый взгляд представляются шарлатанством, но дают стабильный положительный результат. Присмотритесь к ней внимательнее, возможно, в ней есть рациональное зерно. А значит,

смело открывайте книгу «Больше чем вы знаете» – в ней целая пригоршня этих зерен.

Роман Калинин,

директор по маркетингу МФХ FIBO Group

Благодарности

Первоначально эти эссе были написаны мной, когда я работал в Credit Suisse (панее Credit Suisse First Boston). На протяжении дюжины лет руководство CSFB постоянно предоставляло мне замечательные возможности для профессионального развития. Мой проект *The Consilient Observer* – неординарный информационный бюллетень для инвесторов, заложивший фундамент для «Больше, чем вы знаете», – обязан своим успехом открытости и поддержке со стороны компании. Особенно многим я обязан Бреди Дугану, Элу Джексону, Терри Каскли, Стиву Краусу и Джиму Кларку. Credit Suisse был так любезен, что предоставил мне авторские права на эти работы.

В выходных данных *The Consilient Observer* было указано два имени. Второе принадлежит моему заместителю Кристен Бартольдсон, внесившей значительный вклад в исследования, редактирование, обработку данных и подготовку примеров. Она также помогла мне обновить материал для данного издания. Умная и талантливая, Кристен – чудесный человек, с которым приятно работать.

Дэн Каллахен, мой помощник по исследованиям в Legg Mason Capital Management, принял эстафетную палочку у Кристен, неумоимо работая над всеми аспектами этой книги. Он помогал обновить материал для первого и второго ее

изданий, редактировал рукопись и координировал все внешние связи. Творческий, эффективный и яркий, Дэн – замечательный человек, которого я искренне рад видеть в своей команде.

Мои потрясающие коллеги в Legg Mason Capital Management оказали мне неоценимую помощь и поддержку. LMCM также разрешил мне использовать авторские материалы. Спасибо всем вам.

Два человека оказали на меня сильнейшее влияние в профессиональном плане. В соавторстве с Элом Раппапортом я написал «Инвестирование на предположениях» (Expectations Investing). Я очень многому научился у Эла, и он продолжает оставаться для меня неистощимым источником вдохновения и конструктивной обратной связи.

Второй человек – Билл Миллер, которого я имею честь называть своим коллегой. Прямо или косвенно Билл инспирировал многие идеи, представленные в этих эссе. Одно дело – написать о том, как метод ментальных моделей помогает инвесторам, и совсем другое – применять метод на практике для получения сверхприбылей. Билл умеет делать то и другое, вызывая заслуженное восхищение.

И Эл, и Билл всегда щедро уделяли мне свое время и учили меня с великим терпением. Им хочется подражать, и мне очень повезло, что я имею возможность общаться с ними.

Эти эссе опираются на работы многих известных ученых, но перечислить их всех у меня, к сожалению, нет возмож-

ности. Однако некоторые заслуживают особого упоминания – это Клейтон Кристинсен, Пол Деподеста, Норман Джонсон, Скотт Пейдж, Джим Суровики и Дункан Уоттс. Спасибо каждому из вас за то, что вы так щедро делились со мной своими идеями. Предложения Стива Уэйта также оказались для меня чрезвычайно полезными.

Хочу поблагодарить Майлса Томпсона, моего редактора и издателя в Columbia University Press, за его безграничный энтузиазм и непоколебимую веру в силу моих идей. Заместитель редактора Марина Петрова также оказала мне неоценимую всестороннюю помощь в работе над проектом. Майкл Хаскелл улучшил стиль изложения своими вдумчивыми редакторскими правками и предложил новое, более полное название. Нэнси Финк Хьюнергарт внесла ценный вклад в редактирование оригинала и помогала нам своим фантастическим чувством юмора.

Также хочу поблагодарить талантливых сотрудников Sente Corporation Джея Сметхёрста и Брайана Хоффмана за их творческий вклад. Они были со мной с самого начала этого пути. В CSFB у меня были замечательные редакторы Мэриан Той и Энн Фанкхаузер – эффективные, конструктивные и вдумчивые. Мой секретарь-референт в CSFB Мелисса Литтл также помогла мне в важных делах, таких как выпуск и распространение бюллетеня.

Моя жена Мишель – неиссякаемый источник любви, поддержки и советов. Моя теща Андреа Мелони Шара принад-

лежит к той редкой породе бабушек, которые способны объяснить теорию систем и сыграть в футбол. Наконец, я хочу поблагодарить моих детей Эндрю, Алекса, Мэдлин, Изабель и Патрика за то, что они каждый день без устали показывают мне, что такое разносторонность.

Введение

Главную идею книги «Больше, чем вы знаете» легко объяснить, но чертовски трудно воплотить в жизнь: вы станете лучшим инвестором, руководителем, отцом или матерью, другом – в общем, человеком, если будете подходить к решению проблем в комплексе. Это все равно что делать ремонт дома с полным набором необходимых инструментов, а не одной отверткой. Если у вас есть подходящий инструмент для каждого вида работы, вы будете действовать гораздо успешнее и эффективнее.

К сожалению, в реальности многие из нас обладают достаточно узким диапазоном знаний. В большинстве профессий поощряется глубокая специализация, а в некоторых, например связанных с научной деятельностью, она просто необходима. К тому же мы испытываем острую нехватку времени. Нужно поговорить по мобильному телефону, ответить на массу электронных писем, встретиться с тем-то и тем-то – в результате у нас не остается времени на то, чтобы читать, думать и *играть* с идеями.

После выхода первого издания этой книги ко мне обратились множество читателей, чтобы сказать о том, насколько полезной и увлекательной оказалась для них игра с нетривиальными идеями. Большинство людей хорошо понимают всю ценность разностороннего мышления. Однако многие рас-

смаатривают подобную разносторонность как желательное, но вовсе не как ключевое условие успеха. Между тем я пришел к пониманию, что познавательная разносторонность совершенно необходима для решения сложных проблем.

Важность познавательной разносторонности подтверждается теорией и практикой. В своей книге «Разница» (The Difference) социолог Скотт Пейдж демонстрирует логику разносторонности. При помощи математических моделей он показывает, как и почему разносторонность мышления необходима для решения определенного типа проблем. Пейдж умело переводит дискуссию о разносторонности от метафор и анекдотов к доказуемым вневременным теоремам.

Вы можете спросить: существуют ли, помимо чисто теоретических доказательств Пейджа, какие-либо фактические данные, подтверждающие ценность разносторонности при прогнозировании результатов и решении сложных проблем? Ответ – однозначное «да» – основан на замечательном исследовании психолога Фила Тетлока, описанном им в книге «Экспертное политическое суждение» (Expert Political Judgement). Тетлок попросил сотни экспертов дать тысячи экономических и политических прогнозов на ближайшие 15 лет. А затем поступил весьма невежливо: отследил точность этих прогнозов.

В целом результаты были глубоко удручающими. Но Тетлок обнаружил, что прогнозы некоторых экспертов были

точнее, чем у других. И отличались эти эксперты от остальных своим образом мышления. Эксперты, которые знали мало о многом, – разносторонние аналитики – показали лучшие результаты, чем эксперты, которые знали много о чем-то одном.

На мое представление о разносторонности мышления особенно сильно повлияли два источника. Во-первых, подход к инвестированию на основе ментальных моделей, горячо пропагандируемый Чарли Мангером из Berkshire Hathaway. Во-вторых, Институт Санта-Фе (SFI) – исследовательская организация из Нью-Мексико (США), приверженная принципу междисциплинарного сотрудничества при разработках в области естественных и социальных наук.

Впечатляющий список успехов Чарли Мангера – весомый аргумент в пользу междисциплинарного подхода. Для Мангера ментальная модель является инструментом – матрицей, которая помогает лучше понять возникающую перед вами проблему. Он рекомендует создать сеть моделей, с тем чтобы вы могли эффективно решать как можно больше проблем. Идея заключается в том, чтобы найти правильную модель для данной проблемы, а не, по словам Мангера, «истязать реальность», чтобы подогнать ее под модель.

Некоторые черты характера способствуют успешному применению метода ментальных моделей. К счастью, это в основном те черты, которыми вы бы хотели обладать: интеллектуальная любознательность, честность, терпение и спо-

способность к самокритике. Умение решать проблемы не зависит напрямую от IQ. Как замечает Мангер, великая теория эволюции Чарльза Дарвина, изменившая наш взгляд на мир, скорее отражает его метод работы, чем собственно его интеллект. С другой стороны, можно привести массу примеров того, как умные люди принимают плохие решения, проявляют негибкость или неспособность воспринять уроки психологии.

Разумеется, метод ментальных моделей имеет свою цену. Вам придется потратить немало времени и сил на изучение различных дисциплин. Мало того, ваше обучение может не принести немедленных практических результатов (а может и вообще никогда не принести результаты). Хорошо, что в каждой дисциплине есть, как правило, всего несколько ключевых идей, которыми вы должны овладеть.

Я многому научился у Мангера за прошедшие годы, и его влияние четко прослеживается на страницах этой книги. К счастью, Питер Кауфман собрал статьи и выступления Мангера в «Альманахе бедного Чарли» (Poor Charlie's Almanack) – потрясающей книге, содержащей много пронизательных суждений о методе ментальных моделей.

Институт Санта-Фе был создан группой ученых-единомышленников, решивших, что миру нужен новый тип научного учреждения. Эти ученые, каждый из которых отличился в своей области, признали тот факт, что традиционные университеты часто работают в академической изоля-

ции: большинство профессоров проводят очень много времени со своими коллегами и редко пересекают междисциплинарные границы. Основатели SFI твердо убеждены, что гораздо более плодотворная почва для научных изысканий находится на стыке дисциплин, и решили ее культивировать. Если вы посетите университетский городок SFI, то услышите, как физики, биологи и экономисты включаются в общий разговор на горячую тему, обогащая его различными точками зрения.

Объединяющая тема в SFI – изучение сложных систем. И в естественных, и в социальных науках многие системы возникают в результате взаимодействия множества неоднородных элементов. Например, человеческое сознание, иммунная система и экономика. Ученые SFI в числе первых стали выявлять основные свойства таких систем и изучать их сходства и различия на стыке различных дисциплин.

Пожалуй, из всех идей, инспирированных SFI, наиболее сильное влияние на меня оказала концепция фондового рынка как сложной адаптивной системы. Принятие этой ментальной модели заставило меня пересмотреть и поставить под вопрос практически все, что я знал до сих пор в сфере финансовой науки: рациональность агентов, колоколообразное распределение изменений цен, понятия риска и вознаграждения. Я считаю, что матрица сложной адаптивной системы не только дает нам лучшее интуитивное понимание рынков, но и более созвучна имеющимся фактиче-

ским данным.

Подход SFI заставил меня заинтересоваться, казалось бы, в корне различными темами, упоминания о которых вы найдете по всей этой книге, – такими как колонии муравьев, законы власти, человеческое познание и роль механизмов обратной связи. Точнее всего мое состояние при посещении симпозиумов SFI можно описать как «интеллектуальное опьянение».

Вы можете почитать об истории Института Санта-Фе в книге Митчелла Уолдропа «Сложность» (Complexity). Она была написана в первое десятилетие существования института, в ней хорошо передан дух SFI.

Наконец, пара слов о том, как следует читать эту книгу. В отличие от детективных романов, «Больше, чем вы знаете» можно с равным успехом читать как с начала, так и с конца. Но я рекомендую вам пробежаться глазами по содержанию, найти заголовок, который заинтересует вас больше всего, и начать читать это эссе.

Несмотря на то что собранные здесь эссе охватывают широкий спектр тем, я сгруппировал их в четыре части: философия инвестирования; психология инвестирования; инновационные и конкурентные стратегии; наука и теория сложности. В каждой части рассматривается определенный аспект инвестирования, и вы можете рассматривать эти части как отделения в вашем ящике с инструментами. В целом же каждое эссе представляет собой законченный текст.

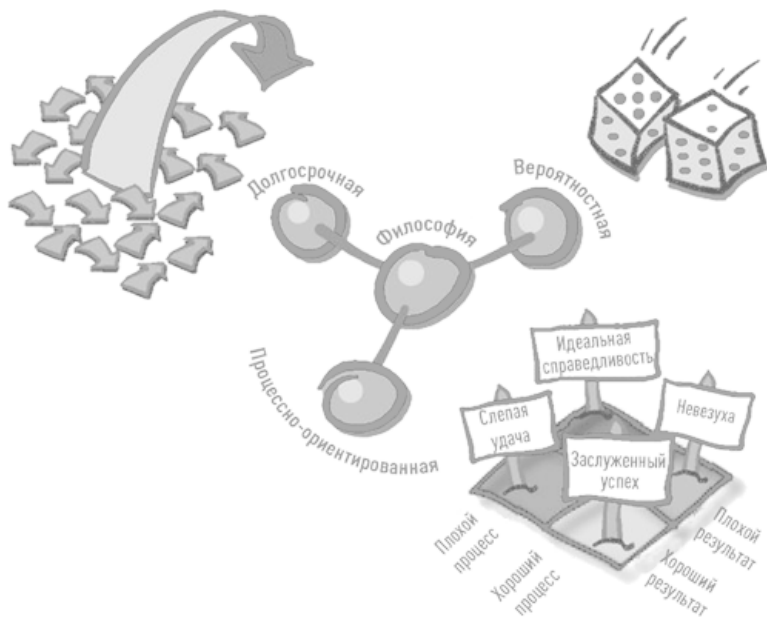
Это издание содержит обновленные таблицы и графики, а также новые главы в каждой части. Среди новых тем – оценка менеджмента, роль интуиции, применение теории игр и механизмы, запускающие колебания настроений рынка.

Книга опирается на исследования известных ученых. Однако, принимая во внимание ее формат, я не мог в полной мере осветить эти замечательные научные идеи. Поэтому создал подробный справочный раздел, где также содержатся рекомендации по дополнительному чтению. Надеюсь, что мои ссылки помогут вам глубже разобраться в любой заинтересовавшей вас идее или теме.

Я искренне желаю, чтобы книга «Больше, чем вы знаете» принесла читателям некую интеллектуальную пользу – открыла перспективу, подарила классную идею или указала путь к самосовершенствованию. Также надеюсь, что вы получите от чтения этих эссе хотя бы часть того удовольствия, которое я испытывал при их написании.

Часть I

Философия инвестирования



Введение

В один прекрасный день я получил по электронной почте благодарственное письмо от молодого человека, который прочитал одно из моих эссе. Мне было приятно, но понача-

ду я не придавал этому большого значения, — пока не обратил внимания на то, что он нашел это эссе на сайте, предназначенном для *трейдеров*. Поскольку мое внимание фактически всецело сосредоточено на долгосрочном инвестировании, мне показалось странным, что трейдер нашел полезными мои идеи.

Затем я поискал в Интернете и, к еще большему удивлению, обнаружил, что другое мое эссе было выложено на сайте, посвященном азартным играм! Хотя я изучаю и ценю методы азартных игр, но считал, — как и большинство самонадеянных инвесторов, — что долгосрочное инвестирование является *противоположностью* большинству разновидностей азартных игр. Однако по некотором размышлении пришел к выводу, что есть связующее звено, которое объединяет все эти сферы, — философия инвестирования.

Значимость философии инвестирования состоит в том, что она определяет, как вы принимаете решения. Действия на авось неизменно ведут к плохим долгосрочным результатам. Но даже от самой лучшей философии не будет толка, если не дополнить ее дисциплиной и терпением. Качественная философия инвестирования подобна хорошей диете: она приносит результаты только в том случае, если выстроена разумно и надолго и если ее соблюдают.

Успешность философии инвестирования больше зависит от темперамента, нежели только от интеллекта. Действительно, подходящий для инвестирования темперамент все-

гда побеждал высокий IQ. После того как вы создали надежный философский фундамент, все остальное – это обучение, упорная работа, сосредоточенность, терпение и опыт.

Все качественные подходы к инвестированию объединяет ряд общих моментов, которые подробно рассматриваются в собранных в этой части эссе. Во-первых, в любой вероятностной среде – будь то инвестирование, скачки или азартные игры – лучше сосредоточиться на *процессе* принятия решений, а не на краткосрочных *результатах*. Это гораздо легче сказать, чем сделать, принимая во внимание то, что результаты объективны, тогда как процессы более субъективны. Однако качественный процесс, который зачастую в значительной мере опирается на теорию, – самый верный путь к долгосрочному успеху.

Это подводит нас ко второму ключевому моменту – важности долгосрочной перспективы. Дело в том, что в вероятностной системе невозможно судить о результатах на краткосрочных интервалах, поскольку в ней слишком много случайностей. Разумеется, это создает проблему: к тому моменту, когда вы поймете, что ваш инвестиционный процесс зашел в тупик, спасти ситуацию может оказаться слишком поздно. Вот почему качественный процесс должен опираться на надежный фундамент.

Третий ключевой момент – важность усвоения вероятностного подхода. Психология говорит нам, что в модуле вероятностного мышления, входящем в состав нашего мен-

тального обеспечения, возникает очень много ложных сигналов. Мы видим закономерности там, где их нет, и не в состоянии увидеть всего диапазона возможных результатов. Наша оценка вероятности зависит от того, как нам преподнесена информация. Качественная философия инвестирования помогает частично залатать эти прорехи, повышая наши шансы на долгосрочный успех.

И напоследок: действующие в последние десятилетия стимулы, к сожалению, подрывали значимость философии инвестирования. Несмотря на благие намерения и упорную работу, руководители компаний и управляющие активами слишком часто отдают приоритет росту бизнеса, а не обеспечению превосходных результатов для акционеров. Наемным менеджерам все больше платят за то, чтобы они играли, а не выигрывали.

Итак, задайте себе жесткий вопрос: в своей инвестиционной деятельности вы или те, кто управляет вашими активами, действительно руководствуетесь продуманной философией инвестирования? Если ответ «да», отлично. Если «нет», создайте содержательную философию и следуйте ей.

Глава 1

Играйте, как казино

Процесс и результат в инвестировании

Отдельные решения, даже если они плохо продуманы, могут оказаться успешными, и даже хорошо продуманные решения могут оказаться неудачными, потому что нельзя сбрасывать со счетов возможность неудачи. Но с течением времени более продуманный процесс принятия решений в целом приведет к лучшим результатам, и, чтобы улучшить этот процесс, необходимо оценивать решения скорее на основе того, как они были приняты, чем на основе результата.

Роберт Рубин.

Напутственное обращение к выпускникам Гарвардского университета, 2001 г.

Всякий раз, как вы делаете ставку с лучшим исходом (то есть можно ожидать, что она окажется выгодной на длинной дистанции), когда шансы в вашу пользу, то вы что-то выигрываете на ней независимо от того, теряете ли вы ее или нет в конкретной сдаче. И наоборот, если вы делаете ставку с худшим исходом (невыгодную на длинной дистанции), когда шансы не в вашу пользу, то вы что-то теряете независимо от того,

*выиграли вы или проиграли в конкретной сдаче.
Дэвид Склански. Теория покера*

Еще карту

Пол Деподеста, бейсбольный менеджер и одно из главных действующих лиц книги Майкла Льюиса «Деньгобол» (Moneyball), рассказывал, как однажды играл в блэкджек в Лас-Вегасе и сидевший справа от него парень, который набрал уже 17 очков, попросил еще карту. Все за столом замерли, и даже дилер переспросил, уверен ли он в своем решении. Игрок кивнул, и дилер, разумеется, вытащил четверку. Что сказал дилер? «Отличное попадание». Конечно, отличное! Вы хотите, чтобы люди играли именно так, – если вы работаете на казино.

Эта история обращает наше внимание на одну из основных проблем инвестирования: процесс против результата. Очень часто инвесторы сосредоточивают внимание на результатах и фактически игнорируют процесс. Такое фокусирование вполне понятно. Ведь в конечном итоге именно результат – прибыль или убыток – имеет значение. Кроме того, результаты обычно легче поддаются оценке и более объективны, чем процессы¹.

Но инвесторы часто совершают критическую ошибку, предполагая, будто хорошие результаты происходят из хо-

рошего процесса, а плохие результаты – из плохого процесса. Наоборот, люди, добивающиеся исключительных долгосрочных успехов в любой непредсказуемой области – такой как инвестирование, руководство спортивной командой или игра на тотализаторе, ставят процесс выше результата.

Джей Руссо и Пол Шумейкер проиллюстрировали концепцию «процесс против результата» в простой матрице два на два (см. приложение 1.1). Идея в том, что вследствие игры вероятностей хорошие решения иногда ведут к плохим результатам, а плохие решения иногда ведут к хорошим результатам – как в той истории о партии в блэкджек. Однако в долгосрочной перспективе именно процесс определяет результат. Вот почему казино – «дом» – всегда остается в выигрыше.

Приложение 1.1.

Процесс против результата

		Результат	
		Хороший	Плохой
Процесс принятия решений	Хороший	Заслуженный успех	Невезуха
	Плохой	Слепая удача	Идеальная справедливость

Источник: Russo and Shoemaker, *Winning Decisions*, 5. Перепечатано с разрешения

Инвестиционный процесс имеет четкую цель: найти и использовать несоответствие между ценой акций компании и

их ожидаемой ценностью. Последняя представляет собой средневзвешенное всех возможных исходов и рассчитывается умножением *вознаграждения* (т. е. *цены акции*) при данном исходе на *вероятность* достижения этого исхода².

Возможно, самая большая ошибка в инвестировании – неумение различать основные финансовые показатели компании и предположения, подразумеваемые рыночной ценой. Обратите внимание, как вторят друг другу Майкл Стейнхардт и Стивен Крист, две очень успешные личности в двух разных областях:

Я определил альтернативное мнение как хорошо обоснованную точку зрения, которая существенно отличается от рыночного консенсуса... Понимание рыночного ожидания по меньшей мере так же важно, как знание фундаментальных факторов, и часто от него отличается³.

Суть не в том, какая лошадь, вероятнее всего, победит в скачках, а в том, ставки на каких лошадей или лошадь превышают их реальные шансы на победу. ...Это может казаться элементарным, и многие игроки считают, что следуют данному принципу, но на деле так поступают очень немногие. При таком подходе всё, кроме ставок, отходит на задний план. Когда вы выбираете, на какую лошадь сделать ставку, то руководствуетесь не тем, «нравится» ли она вам, а только привлекательным расхождением между ее шансами на победу и ставками на нее⁴.

При грамотном инвестиционном процессе учитываются как вероятность, так и величина выигрыша и внимательно отслеживается, где их согласованность – это показывается рыночной ценой – может нарушаться. Несмотря на то что ряд важных особенностей отличает инвестирование, скажем, от игры в казино или на скачках, основная идея одинакова: вы хотите, чтобы положительная ожидаемая ценность акций оказалась в вашу пользу.

От казны к богатству

В серии напутственных обращений к выпускникам американских вузов бывший секретарь казначейства США Роберт Рубин сформулировал четыре принципа принятия решений. Особенно полезными эти принципы могут оказаться для финансового сообщества⁵:

1. *Единственная определенность – отсутствие всякой определенности.* Этот принцип особенно верен в инвестиционной индустрии, которая имеет дело преимущественно с неопределенностью. А игорный бизнес имеет дело в основном с риском. И при неопределенности, и при риске результаты неизвестны. Но при неопределенности мы не знаем, как распределятся результаты, а при риске нам хорошо известно, как выглядит это распределение. Волнообразные колебания корпоративных акций неопределенны, игра в рулетку рискованна⁶.

Здесь возникает такая поведенческая проблема, как чрезмерная самоуверенность. Исследования показывают, что люди часто бывают чересчур уверены в своих способностях и прогнозах⁷. В результате они склонны прогнозировать возможные результаты в очень узком диапазоне. Только за последние 80 лет Соединенные Штаты пережили Великую депрессию, множество войн, серьезный энергетический кризис и атаку террористов 11 сентября. Ни одно из этих событий общественность США не предвидела. Инвесторы должны научиться рассматривать достаточно широкий диапазон возможных результатов. Например, уделять внимание опережающим индикаторам «неизбежных сюрпризов»⁸.

Крайне важно принимать в расчет фактор неопределенности и при управлении активами. Многочисленные истории о разорении хедж-фондов сводятся к тому, что менеджер фонда самонадеянно переоценил какие-либо инвестиции и вложил в них слишком много денег. При размещении капитала управляющие портфелями должны принимать во внимание тот факт, что непредвиденные события все-таки происходят⁹.

2. Решения должны быть основаны на взвешивании вероятностей. Мы берем на себя смелость расширить принцип Роберта Рубина до взвешивания вероятности исхода (его частоты) относительно выигрыша (его

величины) при данном исходе. Сама по себе вероятность выигрыша недостаточна, когда выигрыши ей не соответствуют.

Чтобы разобраться с этим вопросом, давайте рассмотрим другую концепцию из области поведенческих финансов: боязнь потерь. По вполне разумным эволюционным причинам люди стремятся избегать потерь, когда выбирают между рискованными исходами. Конкретнее: негативное влияние убытка на психику человека в два с половиной раза сильнее, чем позитивное влияние от прибыли того же размера. Мы любим оказываться правыми, поэтому часто делаем выбор в пользу событий с высокой вероятностью¹⁰.

Акцент на вероятности разумен в том случае, когда исходы симметричны, но нецелесообразен, когда выигрыши асимметричны. Известно, что примерно 90 % всех позиций по опционам теряют деньги. Значит ли это, что держание опционов – плохая идея? Ответ зависит от того, сколько денег вы зарабатываете на тех 10 % позиций, которые оказываются прибыльными. Если покупаете 10 опционов по \$1 и на девяти из них теряете деньги, но один приносит \$25, то у вас при ужасающе низкой доле успешных попыток будет вполне приличная прибыль¹¹.

Вот почему с точки зрения ожидаемой ценности некоторые позиции с низкой вероятностью могут быть очень привлекательны, а некоторые позиции с высокой вероятностью – нет. Скажем, существует 75 %-ная вероятность того, что компания достигнет прогнозной

прибыли на акцию и ее акции, оцененные с учетом достижения плановых показателей, вырастут в цене на 1 %, и 25 %-ная вероятность того, что компания не достигнет своих плановых показателей и ее акции упадут на 10 %. В этом случае мы имеем высокую вероятность выигрыша, но отрицательную ожидаемую ценность¹².

3. *Вопреки неопределенности нужно действовать.* Хотя мы вынуждены основывать подавляющее большинство наших решений на несовершенной или неполной информации, тем не менее мы должны принимать решения на основе разумного анализа доступной информации.

Руссо и Шумейкер отмечают расхожее заблуждение, будто большее количество информации позволяет нам точнее спрогнозировать будущее и улучшить принятие решений. Но на деле дополнительная информация зачастую только усложняет процесс принятия решений.

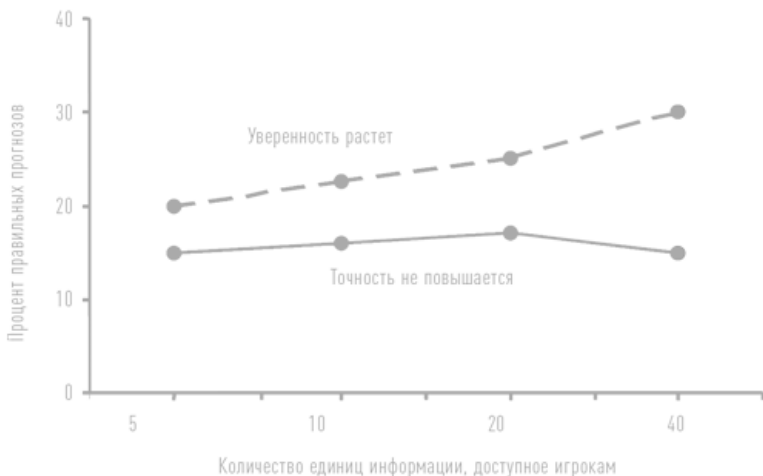
В качестве доказательства они провели исследование среди игроков на скачках. Сначала попросили игроков спрогнозировать результаты заездов на основе пяти единиц информации. Затем попросили сделать такие же прогнозы на основе 10, 20 и 40 единиц информации по каждой лошади. В приложении 1.2 графически представлены результаты: несмотря на незначительное улучшение точности, уверенность игроков в своих прогнозах резко возростала вместе с увеличением количества данных¹³.

4. *Решения нужно оценивать на основе не*

только результатов, но и способа их принятия. Хороший процесс – тот, в котором цена тщательно рассматривается относительно ожидаемой ценности. При этом качественная обратная связь и непрерывное обучение позволяют инвесторам улучшить процесс принятия своих решений.

Приложение 1.2

Больше информации не значит больше точности



Источник: Russo and Shoemaker, *Winning Decisions*, 124. Перепечатано с разрешения

Как-то мне позвонил один из моих бывших студентов, ныне управляющий очень успешным хедж-фондом, и сообщил, что он отменил использование целевых цен в своей компании по двум причинам.

Во-первых, он хочет, чтобы все аналитики выражали свое мнение в терминах ожидаемой ценности и, таким

образом, вели дискуссию с позиций вероятностей и величины выигрышей. Кроме того, принятие в расчет широкого диапазона возможных исходов позволяет снизить риск чрезмерной концентрации на конкретном сценарии, т. е. не попасть в поведенческую ловушку, известную как «якорение».

Во-вторых, подход на основе ожидаемой ценности обеспечивает аналитикам некоторую психологическую защиту, когда они оказываются неправы. Скажем, вы, как аналитик, рекомендуете купить акции, целевая цена которых выше сегодняшней цены. Велика опасность, что вы попадаете в так называемую «ловушку подтверждения», когда будете искать данные, подтверждающие вашу точку зрения, и не замечать того, что противоречит ей.

Если же ваша рекомендация основана на анализе ожидаемой ценности, то она будет включать и сценарий падения цены с учетом соответствующей вероятности. Вы начнете инвестировать, зная, что какое-то время результат будет неблагоприятным. Это априорное допущение, если оно разделяется организацией, позволяет аналитикам время от времени ошибаться, не получая клейма неудачников.

Расстановка приоритетов процесса

Под воздействием стимулов и систем оценки результативности инвестиционное сообщество переоценивает важность

результатов и недооценивает важность процесса. Как заметил Роберт Рубин:

Речь не о том, что результаты не имеют значения. Как раз наоборот. Однако подход, когда решения оцениваются исключительно на основе результатов, может быть серьезным сдерживающим фактором при необходимости рисковать для принятия правильного решения. Проще говоря, способ оценки решений влияет на способ их принятия¹⁴.

Глава 2

Инвестирование – профессия или бизнес?

Как переиграть рыночный индекс

Хотелось бы мне знать, как убедить бизнесмена, владеющего крупной инвестиционной управляющей компанией, что его первоочередной и главной задачей является сохранение жизненно важной сердцевины – классической дисциплины инвестирования как профессии.

Чарльз Эллис.

Может ли деловой успех негативно повлиять на профессию инвестиционного менеджера?

Порой создается впечатление, что один из главных человеческих пороков – склонность усложнять простые вещи. И человечество вряд ли от него когда-либо избавится. Корабли будут плавать вокруг земного шара, но «Общество плоской Земли» по-прежнему будет процветать.

Уоррен Баффетт. Суперинвесторы из Graham-and-Doddsville

По донесениям разведки

Готовясь к состязаниям, большинство спортивных команд изучают своих соперников. Цель – разработать такой план игры, который позволит воспользоваться слабыми местами соперников и нейтрализовать их сильные стороны. Подобная разведка обычно рассматривается командами как необходимое условие долгосрочного успеха.

Но кто является соперником для управляющего активами? Инвесторы с конкретными целями, как правило, могут выбирать между фондами активного управления и индексными фондами. Например, если инвестор хочет инвестировать в акции компаний с высокой капитализацией, он может вложить средства в фонд активного управления, специализирующийся на акциях крупных компаний, или же в индексный фонд, отслеживающий S&P 500.

Следовательно, мы вправе рассматривать доходность соответствующего индекса как меру стоимости альтернативы для инвестора – стоимости капитала, а превышение базового индекса – как меру эффективности активного управляющего.

Так насколько же успешно фонды активного управления соперничают со своими прямыми конкурентами? Честно говоря, не очень успешно. За последние пять лет индексы переиграли более 40 % всех активных управляющих, а за 10-

летний период более половины фондов активного управления показали доходность ниже базового индекса. И эти результаты устойчивы с течением времени¹. Принимая во внимание подобные успехи индексных фондов, возможно, стоит разведать, как они соревнуются.

Самый распространенный базовый индекс для оценки фондов акций – S&P 500. Принимая решения о включении компаний в корзину индекса, Комитет по индексу S&P 500 опирается на пять ключевых критериев. Вот эти критерии, составляющие сердцевину стратегии, которая стабильно из года в год переигрывает большинство активных управляющих:

1. *Ликвидность*. Поскольку комитет стремится к тому, чтобы базовый индекс был «инвестиционным», он выбирает компании с достаточной ликвидностью акций (коэффициент ликвидности вычисляется как отношение месячного объема торгов к стоимости акций в обращении, не ниже 0,3) и адекватной долей акций в свободном обращении.

2. *Фундаментальный анализ*. Основной критерий прибыльности – «четыре квартала подряд положительной чистой прибыли от операционной деятельности». Вот так-то.

3. *Рыночная капитализация*. Компании должны иметь рыночную капитализацию свыше \$4 млрд. «Основной принцип отбора компаний для индекса S&P 500: ведущие компании в ведущих отраслях

США».

4. *Репрезентативность секторов.* Комитет стремится к тому, чтобы удельный вес каждого сектора в индексе соответствовал его весу на фондовом рынке в целом (исходя из секторального веса всей группы компаний с рыночной капитализацией свыше \$4 млрд, имеющих право на включение в индекс). Обычно это достигается добавлением компаний в недостаточно представленные сектора, а не исключением компаний из чрезмерно представленных секторов.

5. *Исключение компаний.* Комитет S&P формулирует принцип исключения компаний из индекса следующим образом: «Если бы индекс создавался сегодня, эта компания не была бы включена в его расчетную базу вследствие того, что она не удовлетворяет одному или нескольким вышеперечисленным критериям». Из более чем 1000 компаний, выведенных из индекса за последние 75 лет, подавляющее большинство было исключено по причине слияний и поглощений.

Указанные разведданные по индексу S&P 500 можно дополнить следующими замечаниями: комитет не занимается макроэкономическим прогнозированием, нацелен на долгосрочное инвестирование с низкой оборачиваемостью портфеля и не ограничен конкретными отраслями или секторами, необходимостью корректировки портфеля, параметрами инвестиционного стиля или требованиями к доходности. Еще одно важное замечание: индексные фонды пристально отслеживают S&P 500 с очень низким уровнем издержек.

Изучаем победителей

Разумеется, некоторые фонды активного управления превышают базовые индексы даже на длинных дистанциях. Чтобы узнать, можно ли выделить какие-либо общеприменимые принципы, позволяющие этим инвесторам добиваться такого успеха, мы провели исследование среди общих фондов акций, показавших доходность выше S&P 500 за 10-летний период, заканчивающийся 2006 г. Данные фонды имеют одного управляющего и активы более \$1 млрд. (см. приложение 2.1)2.

Приложение 2.1

Выборочный перечень общих фондов акций, переигравших индекс S&P 500 за период 1997–2006 гг.

Фонд	10-летняя доходность, %	10-летняя доходность после налого- обложения, %	Оборачива- емость, %	Доля активов, вложенных в десятку ведущих акций, %
Calamos Growth A	17,70	15,50	41	26,50
Weitz Partners Value	14,14	12,67	36	48,55
Weitz Value	14,13	12,37	40	50,61
Dodge & Cox Stock	14,05	12,27	12	29,22
Legg Mason Partners	13,96	13,11	5	53,83
Aggressive Growth				
Hartford Capital Appreciation	13,86	10,70	97	21,94
Third Avenue Value				
MainStay MAP 1	13,18	11,93	7	37,46
Longleaf Partners	13,14	11,39	100	27,80
Gabelli Asset AAA	12,81	11,02	7	56,04
Muhlenkamp	12,75	11,37	6	16,61
American Funds Growth	12,68	12,42	6	45,17
Fund of America	12,45	10,56	22	17,66
Vanguard PRIMECAP	12,08	11,15	10	30,58
DFA U. S Large-Cap Value III	11,99	9,73	7	100,0
Van Kampen Comstock A	11,87	8,47	30	29,00
Legg Mason Value Trust	11,35	10,57	13	44,83
American Century Value Investor	10,87	7,81	134	25,90
American Funds Amcap A	10,87	8,67	20	21,83
Fidelity Contrafund	10,83	9,30	60	21,32
Franklin Rising Dividends A	10,53	8,67	8	40,46

Источник: Morningstar, Inc.

Четыре ключевые характеристики отличают эту группу

победителей от большинства других взаимных фондов активного управления:

1. *Оборачиваемость портфеля.* В целом данная группа инвесторов имела в 2006 г. оборачиваемость портфеля порядка 35 %, что резко контрастирует с аналогичным средним показателем по фондам акций на уровне 89 %. Оборачиваемость портфеля у фондов, отслеживающих S&P 500, составила 7 %. Другими словами, период держания инвестиций в группе успешных фондов составил примерно три года при аналогичном среднем показателе для фондов акций – один год³.

2. *Концентрация портфеля.* Долгосрочные победители, как правило, имеют более высокую концентрацию портфелей, чем индекс. Так, в среднем около 35 % их портфелей приходится на десятку ведущих акций, тогда как для S&P 500 этот показатель равен 20 %.

3. *Инвестиционный стиль.* Большинство фондов, успешно переигрывающих рынок, применяют стоимостный подход к инвестированию, т. е. ищут недооцененные акции, цена которых ниже их реальной (внутренней) стоимости. В своей легендарной речи «Суперинвесторы из Graham-and-Doddsville» Уоррен Баффетт утверждает, что такой подход к инвестированию характерен для многих успешных инвесторов.

4. *Географическое местоположение.* Как оказалось,

лишь небольшая часть высокодоходных фондов расположена в финансовых центрах Восточного побережья – Нью-Йорке или Бостоне. В основном эти генераторы сверхдоходности располагаются в таких городах, как Чикаго, Мемфис, Омаха и Балтимор.

Сравнивая эти сведения с нашими разведанными об индексе S&P 500, мы видим, что успешные управляющие следуют стратегии индекса в отношении низкой оборачиваемости портфеля и ограничения времени на макропрогнозирование, а отклоняются от стратегии индекса в таких аспектах, как концентрация портфеля и акцент на стоимостном инвестировании.

Я не хочу сказать, что все инвесторы поголовно должны или могут применять аналогичный подход к инвестированию. Разнообразие инвестиционного сообщества – залог хорошего функционирования рынка. Рынку нужны инвесторы с разными временными горизонтами инвестирования, аналитическими подходами и денежными ресурсами. К тому же многие управляющие активами показывают выдающиеся результаты, реализуя стратегии, весьма отличные от вышеописанной.

Кроме того, хочу подчеркнуть, что успех вышеуказанных инвесторов не столько объясняется структурой их портфелей, сколько отражает высокое качество их инвестиционных процессов. Однажды я услышал, как один инвестор заметил управляющему успешным фондом: «Конечно, при такой вы-

сокой доходности вы можете позволить себе столь низкую оборачиваемость». Недолго думая, управляющий ответил: «Наоборот, у нас высокая доходность *потому*, что у нас низкая оборачиваемость». Тщетно пытаться дублировать указанные свойства портфеля (такие как низкая оборачиваемость или относительно высокая концентрация), если процесс не организован надлежащим образом.

Но при всем вышесказанном остается очевидный вопрос: почему доходность среднего фонда так отличается от результатов этих суперинвесторов?

Инвестирование: профессия или бизнес?

Частично ответ на этот вопрос кроется в противоречии – и, возможно, растущем дисбалансе – между профессией инвестора и инвестиционным бизнесом. Разница между ними в том, что профессия состоит в управлении портфелями с целью обеспечения их максимальной долгосрочной доходности, тогда как бизнес заключается в генерировании прибылей (зачастую краткосрочных) для инвестиционной фирмы. Нет ничего плохого в том, чтобы иметь процветающий бизнес, и, если на то пошло, сильная преуспевающая компания – необходимое условие для привлечения и удержания лучших специалистов⁴. Акцент на инвестиционном бизнесе *за счет* профессии инвестора – вот в чем проблема.

Историческая ретроспектива взаимных фондов показывает сильное смещение в сторону бизнеса. Давайте обратимся к мнению человека, превосходно квалифицированного для того, чтобы дать нам правдивую картину происходящих в этой отрасли изменений, – Джеку Боглу, который на протяжении последних пятидесяти лет вдохновенно и настойчиво продвигал индустрию взаимных фондов. Вот некоторые из наиболее глубоких изменений, замеченных Боглом:⁵

- Число фондов обыкновенных акций выросло с 49 в 1945 г. до более чем 4200 в 2006 г., при этом они расширили свою специализацию и географический охват. Темпы создания новых фондов акций (в процентном отношении от существующих) в 1990-х гг. достигли рекордного уровня 600 %, по сравнению со 175 % в 1980-х гг. Примечательно и то, что в 1990-х гг. разорилось 50 % всех фондов и за один только период с 2000 по 2004 г. такая же участь постигла почти 1000 фондов.

- В большинстве отраслей конкуренция ведет к сокращению размера прибыли. Но уровень расходов взаимных фондов, который в 1970-х и начале 1980-х гг. составлял примерно 90 базисных пунктов, в последние десятилетия стабильно *повышался* и в 2004 г. достиг 156 базисных пунктов. Значительную часть этого роста можно приписать увеличению затрат на привлечение активов. А уровень расходов играет роль: с 1945 по 1965 г. взаимные фонды обеспечивали инвесторам доходность на уровне 89 % от рыночной. С 1983 по

2003 г. эта цифра снизилась до 79 %.

- До 1958 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США ограничивала продажу управляющих компаний. После того как суды признали позицию комиссии неправомерной, индустрия управления активами пережила всплеск размещения IPO, слияний и поглощений. Сегодня из 50 крупнейших фондов только шесть остаются частными компаниями. Восемь – публично торгуемые независимые компании, 22 принадлежат американским финансовым конгломератам, семь – иностранным финансовым компаниям, остальные шесть – крупным брокерским фирмам. Остается один настоящий взаимный фонд – Vanguard.

- Одним из неочевидных последствий активного маркетинга взаимных фондов, а также стремления инвесторов вкладывать деньги в высокодоходные фонды стало резкое отличие *средней* доходности фондов от *фактических* доходов, которые получают инвесторы. Причина в том, что инвесторы массово перетекают туда, где *была* высокая доходность, и неизбежно страдают, когда доходность возвращается к среднему уровню. Например, лучшим кварталом по чистому притоку капитала для фондов акций роста (\$120 млрд) был первый квартал 2000 г., что совпало с пиком роста рынка Nasdaq, в то время как фонды стоимости столкнулись со значительным оттоком капитала. По данным Богла, в период с 1986 по 2005 г., когда рынок рос на 12 % в год, средняя доходность фондов была около 10 %, тогда как средняя до-

ходность инвесторов составляла всего 6,9 %.

Чарли Эллис указывает, какие шаги может предпринять инвестиционная фирма, чтобы максимально повысить прибыльность своего бизнеса. Эти рекомендации приведены в приложении 2.2. По мнению Эллиса, главное противоречие между профессией инвестора и инвестиционным бизнесом кроется в разных ритмах работы. Длительные временные горизонты, низкие комиссии и сборы, инвестирование против рынка – характерные особенности профессии. И наоборот, короткие временные горизонты, высокие комиссии и сборы, стремление продавать все, что пользуется спросом, – прямые признаки бизнеса.

Приложение 2.2

Как превратить инвестиционную фирму в прибыльный бизнес

- Увеличить штат и повысить статус менеджеров по отношению с клиентами, потому что, независимо от результатов деятельности фонда, они помогут вам удержать клиентов, а удержание клиентов является ключом к максимизации ваших прибылей.
- Возложить на менеджеров по отношениям с клиентами строгую обязанность осуществлять перекрестные продажи постоянно расширяющегося ассортимента активов и инвестиционных продуктов, чтобы максимизировать «долю ком-

пании в кошельке» каждого клиента.

- Расширить штат специалистов по продажам и постоянно работать над улучшением их навыков продаж.
- Создать корпоративный «бренд» или рыночную франшизу.
- Выходить на новые рынки – в пределах страны и за рубежом.
- Если вы сильны в розничном секторе, расширяйтесь на институциональный. И наоборот, если вы сильны в институциональном секторе, расширяйтесь на розничный.
- Установить хорошие отношения с инвестиционными консультантами – влиятельными посредниками, которые участвуют в найме 70 % всех управляющих институциональными фондами.
- Расширить линию продуктов на новые классы активов и на все размеры, чтобы диверсифицировать деловой риск, который слишком высок, когда зависит исключительно от ваших результатов инвестирования.
- Ограничить деловой риск, связанный с непредвиденными краткосрочными результатами инвестирования, путем внимательного отслеживания индекса.

Источник: Ellis. “Will Business Success Spoil the Investment Management Profession?” 14. Перепечатано с разрешения

Так как же следует поступать инвестиционным компаниям? Вот что говорит об этом Эллис:

В идеале, баланс между профессией инвестора и инвестиционным бизнесом всегда должен быть смещен в пользу первой, потому что только приверженность дисциплине и этике профессии наделяет организацию теми ценностями и культурой, которые привлекают талантливых профессионалов⁶.

Я могу утверждать, что многие проблемы с доходностью в этой отрасли вытекают из неправильного баланса между интересами профессии и бизнеса. Как правило, многие управляющие активами, которые успешно переигрывают рынок, очевидно, являются профессионалами до мозга костей.

Глава 3

Эффект Бэйба Рута

Частота против величины выигрыша в ожидаемой ценности

В реальном мире нет легкого способа гарантировать финансовую прибыль. По крайней мере, полезно будет осознать тот факт, что мы чаще проигрываем с умом, чем выигрываем по неосведомленности.

Ричард Эпштейн. Теория азартных игр и статистическая логика

Играем, как Бэйб

Если вы поболтаетесь какое-то время в любой брокерской конторе, то рано или поздно непременно услышите что-нибудь вроде: «Да мне достаточно оказаться правым в 51 % случаев – и я по-любому останусь в прибыли». Если эта мысль кажется вам здоровой, читайте дальше и узнаете одну из важнейших концепций инвестирования.

Прежде всего, давайте признаем: идея о том, что инвестор должен чаще оказываться прав, чем неправ, широко распространена и, безусловно, обладает подсознательной привлека-

тельностью. Однако следующая история об одном инвестиционном менеджере наглядно иллюстрирует ошибочность подобной точки зрения.

Этот известный инвестор был одним из 20 управляющих портфелями в инвестиционной компании. По словам рассказчика, финансовый директор был удручен совокупной доходностью, которую показывали активные управляющие, поэтому решил оценить процесс принятия решений каждым из них, чтобы выявить и уволить аутсайдеров. Финансовый директор считал, что даже случайный процесс отбора акций позволяет создать портфель, где примерно половина акций будет переигрывать базовый индекс; поэтому он оценивал каждый портфель на основе того, какой *процент* акций показал доходность выше рынка.

Наш инвестор оказался в странной ситуации: при том что *общая* доходность его портфеля была одной из лучших в группе, *процент* высокодоходных акций был одним из худших. Финансовый директор быстро уволил других аутсайдеров, а этого вызвал на встречу, чтобы понять причины столь резкого расхождения между высокими результатами и низким процентом «отбитых мячей».

Ответ управляющего – отличный урок, который необходимо принимать во внимание в любой вероятностной системе: *частота правильных попаданий не имеет значения; значение имеет величина выигрыша при правильном попадании*. Предположим, вы держите четыре акции, три из которых де-

монстрируют незначительное падение, тогда как четвертая – существенный рост. В результате ваш портфель принесет хорошую доходность, несмотря на убыточность большинства акций.

Таким образом, формирование портфеля с высокой доходностью требует, чтобы каждая инвестиция оценивалась на основе анализа ожидаемой ценности. Поразительно, что главные знатоки в самых разных областях – от игры на скачках и азартных игр в казино до инвестиционной деятельности – все как один подчеркивают важность такого подхода¹. Мы называем это эффектом Бэйба Рута: легендарный игрок, несмотря на огромное число мячей, выбитых им в аут, был одним из лучших хиттеров в истории бейсбола.

Подобная универсальность урока об ожидаемой ценности объясняется тем, что все вероятностные системы имеют общие свойства. Однако усвоить этот урок довольно сложно, потому что он идет вразрез с основами человеческой природы. Хотя изъясн в логике финансового директора очевиден, многие на его месте совершили бы аналогичную ошибку.

Обратная сторона стереотипов

В 1979 г. Даниэль Канеман и Амос Тверски сформулировали теорию перспектив, чтобы объяснить выявленные ими модели экономического поведения, не соответствующие рациональному принятию решений². Один из главных

выводов этой теории заключается в том, что люди более склонны к риску, чтобы избежать потерь, чем они склонны к риску, чтобы получить прибыль, о каких бы суммах ни шла речь. Более того, Канеман и Тверски обнаружили, что влияние убытка на психику человека *в два с половиной раза* сильнее, чем влияние от получения прибыли того же размера. Другими словами, люди гораздо сильнее переживают, когда теряют деньги, чем испытывают чувство удовлетворения, когда приобретают такую же сумму.

В свете этой особенности человеческой психики люди чувствуют себя гораздо счастливее, когда они часто оказываются правы. Но, что интересно, для формирования высокодоходного портфеля, успешно опережающего базовый индекс, совсем не обязательно оказываться правым в большинстве случаев (как это показывает вышеописанная история). Общая доходность портфеля определяется не *процентом* растущих акций, а положительным изменением его стоимости в долларовом выражении. Существенное падение или рост нескольких акций часто намного сильнее влияет на доходность портфеля, чем процент «отбитых мячей».

Быки, медведи и шансы

В своей провокационной книге «Одуроченные случайностью» Нассим Талеб рассказывает историю, которая красиво внедряет в сознание важность концепции ожидаемой ценно-

сти³. Как-то на встрече с другими трейдерами один из коллег спросил у Талеба его мнение о рынке. Талеб ответил, что, по его мнению, существует высокая вероятность того, что на следующей неделе рынок продемонстрирует небольшой рост. Расспрашиваемый дальше, он приписал этому росту 70 %-ную вероятность. Один из присутствующих заметил, что Талеб держит короткую позицию по многим фьючерсам на S&P 500, т. е. делает ставку на падение рынка, – что противоречит выраженному им «бычьему» взгляду на рынок. Тогда Талеб объяснил свою позицию в терминах ожидаемой ценности. Приложение 3.1 проясняет его мысль.

Приложение 3.1.

Частота против величины выигрыша

Событие	Вероятность	Результат	Ожидаемая ценность
Рост рынка	70%	+1%	+0,7%
Падение рынка	30%	–10%	–3,0%
Итого	100%		–2,3%

Источник: анализ автора

В этом случае наиболее *вероятный* исход – рост рынка. Но ожидаемая ценность является отрицательной, потому что результаты асимметричны⁴. Теперь рассмотрим эту же ситуацию с точки зрения акций. Акции иногда оцениваются рын-

ком с расчетом на достижение компанией плановых финансовых показателей. В результате, когда компания достигает или немного превышает свои плановые показатели, в большинстве случаев (частота) ее акции не демонстрируют заметного роста. Но когда эти финансовые цели не достигаются, ее акции могут существенно упасть в цене. Таким образом, положительный результат имеет высокую частоту, но отрицательную ожидаемую ценность.

Теперь возьмем компанию-аутсайдера. В большинстве случаев (частота) она разочарует рынок и ее акции упадут в цене. Но если компания достигнет положительного результата, ее акции могут резко взлететь. Здесь вероятность смещена в сторону плохого результата, но ожидаемая ценность является положительной.

Таким образом, инвесторы всегда должны учитывать не только частоту, но и ожидаемую ценность выигрыша. Оказывается, именно так мыслят большинство успешных людей в любой вероятностной среде. Но во многих отношениях такой подход противоестественен: инвесторы хотят, чтобы их акции росли, а не падали в цене. Наверное, самое важное с практической точки зрения следствие, вытекающее из теории перспективы, заключается в том, что инвесторы склонны продавать прибыльные акции слишком рано (удовлетворяя свое желание быть правыми) и держат убыточные акции слишком долго (в надежде, что те начнут расти, и не придется терпеть убыток). Далее мы обратимся к опыту трех веду-

щих практиков в разных вероятностных средах: инвестировании, игре на тотализаторе и блэкджеке.

От внебиржевого рынка до внеипподромного тотализатора

Уоррен Баффетт, без сомнения, один из величайших инвесторов XX столетия, говорит, что ум и талант подобны лошадиным силам двигателя, но эффективность двигателя зависит от их рационального использования. «Многие люди имеют двигатели в 400 лошадиных сил, но используют максимум 100, – говорит он. – Лучше иметь двигатель в 200 лошадиных сил и выжимать из него все 200»⁵. И один из способов добиться этого, по его мнению, заключается в том, чтобы рассматривать все инвестиционные возможности с позиции ожидаемой ценности.

Как замечает партнер Баффетта Чарли Мангер, «огромное преимущество такого партнера, как Баффетт, в том, что он автоматически мыслит в терминах дерева решений»⁶. Говорит Баффетт: «Умножьте вероятность выигрыша на сумму возможного выигрыша и вычтите вероятность убытка, умноженную на сумму возможного убытка. Мы стараемся делать именно так. Это несовершенная формула, но она выражает самую суть»⁷.

Естественно, определить возможные результаты и их ве-

роятности – непростая задача. Но этот процесс навязывает инвестору правильную дисциплину мышления, заставляя его оценить, как разные изменения ожиданий в отношении триггеров стоимости – таких как продажи, издержки и инвестиции – повлияют на акционерную стоимость, а также на вероятность различных исходов. Кроме того, такое упражнение помогает избежать ловушки под названием «боязнь потери»⁸.

Подход на основе ожидаемой ценности ни в коем случае не ограничивается инвестированием. Книга «Ставьте на лучших» (Bet with the Best) предлагает различные стратегии для любителей играть на тотализаторе. Стивен Крист, генеральный директор, редактор и издатель *Daily Racing Form*, приводит рентабельность инвестиций, включая долю организатора, для гипотетических скачек с четырьмя лошадьми. Подводя итог своему уроку, он пишет: «Смысл данного упражнения – показать, что ставка на лошадь даже с очень высокими шансами на победу может быть либо очень хорошей, либо очень плохой и что разница между этими ставками определяется только разницей между их исходами». Так, ставка на лошадь с 50 %-ными шансами на победу может быть либо хорошей, либо плохой в зависимости от величины выигрыша, и то же самое верно для лошади с шансами 10 к 1. Проще говоря, не сама по себе частота выигрыша имеет значение, а частота, умноженная на величину выигрыша⁹.

Крист требует у своих читателей признания: «Теперь

спросите себя: “Я действительно мыслю подобным образом, когда делаю ставки на тотализаторе? Или же выбираю “поправившуюся” лошадь и надеюсь на счастливый исход?” Самые честные игроки всегда признаются в последнем». Заменили слово «тотализатор» на «инвестирование», а «лошадь» на «акцию», – и слова Криста можно отнести к фондовому рынку.

Еще одна область, где применим подход на основе ожидаемой ценности, – это блэкджек, как показывает знаменитая книга Эдварда Торпа «Победи дилера». В блэкджеке величина выигрышей установлена, и главная задача игрока – оценить вероятность получения хорошей руки. Торп показал, как вести подсчет карт, чтобы выявлять ситуации, когда вероятность получения выигрышной руки смещена в пользу игрока. Когда шансы благоприятствуют игроку, идеальная стратегия – увеличить ставку (то есть увеличить величину выигрыша). Торп замечает, что даже в идеальных условиях доля благоприятных ситуаций не превышает 9,8 %; в остальные 90,2 % времени преимущество находится на стороне казино.

Итак, мы видим, что ведущие знатоки в трех разных областях, связанных с вероятностными средами, пропагандируют один и тот же подход. Нам также известно, что большинство участников в указанных сферах деятельности не мыслят строго в терминах ожидаемой ценности, как должны бы. Мы стремимся избегать потерь, и это серьезно мешает нам

как инвесторам, вынуждая остерегаться ситуаций с низкой вероятностью выигрыша, но привлекательных с точки зрения ожидаемой ценности.

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.