



100 DOLL

Security features
Included.
Details on back.

А. КОХЕН

**СТРАХ, АЛЧНОСТЬ И ПАНИКА
НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ**

d.
on back.

Давид Кохен

Страх, алчность и паника на фондовом рынке

Текст предоставлен правообладателем

http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=2452585

*Страх, алчность и паника на фондовом рынке: СمارтБук : И-трейд;
М.: 2009*

ISBN 978-5-9791-0155-2

Аннотация

В этой книге автор пытается аргументировать точку зрения, что для понимания рыночного механизма и получения максимальной отдачи от имеющихся у нас возможностей работы на финансовых рынках, необходимо понимать относящуюся к этой сфере психологию. Поэтому сейчас самое время взглянуть на психологию рынков и попытаться более детально разобраться в огромном количестве факторов, которые большинством аналитиков или игнорируются, или признаются лишь на словах без детального изучения. К этим факторам относятся алчность, страх, потребность в защищенности, информационная перегрузка, боязнь математики, давление со стороны людей своего круга, излишний оптимизм, отрицание совокупности фактов, конкурентоспособность, восприятие технологических изменений и путаница с определением собственных целей.

Приведенные в книге тесты позволяют инвесторам определить уровень их финансовых навыков. В мире, где деньги имеют значение, а многие из нас не очень разбираются в финансовых вопросах, понимание своего психологического отношения к инвестированию пойдет только на пользу. Предназначена для широкого круга читателей, интересующихся вопросами инвестиций, трейдинга и функционированием современных финансовых рынков.

Содержание

Об авторе	5
Введение	7
Отдельный случай буйного помешательства или история безнадёжного неудачника	12
Денежные табу	17
Приключение с акциями Poseidon	25
Подведение итогов или вопрос «апостериорной самонадеянности»	29
Кризис 2001	33
Глава 1. Тысяча способов остаться без штанов	44
Необходимая вам история спекулятивных маний	46
Деньги – корень зла, или тюльпаномания 1633 —1637	53
«Акционерный капитал» и Пузырь Южных морей	58
Конец ознакомительного фрагмента.	63

Давид Кохен

Страх, алчность и паника на фондовом рынке

Светлой памяти Уильяма А. ла Тоуретта (1925—1975)

и

*Бенджамина Кохена (1908—1994),
любивших и ненавидевших
фондовый рынок*

Об авторе

Дэвид Кохен — психолог, писатель и телерепортер. В своих работах он затрагивал темы психического здоровья и иммиграции, рассказывал о причинах, заставляющих людей делать ложные признания, маркетинговых приемах, ориентированных на детей, различных культах, финансах, сигарах и пиратах. Его репортажи предназначались для телевизионных программ, совершенно противоположных программам Channel 4, *Sunday Business*, *Discovery*, *Harpers and Queens*, *ITV* и *New Scientist*. Из последних фильмов Кохена следует отметить фильм о Грейс Келли (Grace Kelly), снятый для Channel 4, и отмеченные призами ленты *The*

Madness of Children («Детское помешательство») и *The Nuclear Game* («Ядерные игры»). Он также является автором книг *Psychologists on Psychology* («Психологи о психологии»), *The Development of Play* («Развитие игры») и ставших бестселлерами *How to Succeed in Psychometric Tests* («Как успешно пройти психометрическое тестирование») и *Bears and Bulls* («Медведи и Быки»). Кохен также надеется когда-нибудь написать хорошую поэму.

Введение

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

Ну..., знаете..., в общем-то не совсем так. Все эти магазины сообщали о росте объемов продаж, но этот рост оказался не таким большим, как ожидали аналитики фондового рынка. Многие аналитики мрачно шутят, что рынки сошли с ума, возможно, из-за дыр в озоновом слое над Уолл-Стрит. Ведь в старые золотые денечки котировки акций были стабильными, инвесторы благоразумными, а созданная еще нашими праотцами защитная сеть контролировала казино. Прошу прощения – фондовый рынок. Брокеры старой

закалки были женофобами, расистами и часто пьяными после трех порций мартини, принятых во время ленча, но они, слава богу, были надежными. В финансах, как и во многих других отраслях, существует свой собственный миф о золотых временах.

Давайте оглянемся в прошлое почти на 200 лет назад. 18 июня судьба Европы зависела от исхода битвы при Ватерлоо. На рассвете 20 июня, всего через несколько часов после завершения битвы, финансист Натан Ротшильд встретился с одним из своих курьеров в гавани Фолькстоуна. Курьер только что пересек Ла-Манш, прибыв из Остенде, и первым сообщил об исходе битвы. Ротшильд узнал о поражении Наполеона на несколько часов раньше, чем кто-либо в Лондоне.

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

Рынок испытывал тревогу. Цена Консолей, основных правительственных бумаг, и так уже была низкой. Но она должна вырасти. Некоторые люди уже знали, что Наполеон потерпел поражение. Натан прислонился к своей любимой колонне в торговом зале, невозмутимо осмотрелся и начал прода-

вать. Он продавал Консоли тысячами. Цена упала. Он продал еще. Цена упала еще ниже. Он снова продал. И все последовали его примеру. Если уж Натан Ротшильд, имеющий самую лучшую сеть агентов и информаторов по всей Европе, продает, он, наверное, знает, что делает. А его действия могли означать лишь то, что Наполеон одержал победу.

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

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

В 1866 году, когда Зигмунду было 10 лет, его дядя Джозеф был арестован за изготовление 18 тысяч фальшивых рос-

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

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

на психоаналитические идеи Фрейда в отношении денег, о чем я расскажу позже.

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

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

Отдельный случай буйного помешательства или история безнадежного неудачника

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

Возможно, случай Марка Бартона является единичным, но судя по его действиям, можно предположить, что изменения в проведении биржевых операций тоже имеют к этому некоторое отношение. Конечно, до Бартона таких случаев, пожалуй, никогда не было. Мэр Атланты Билл Кэмпбелл (Bill Campbell) заявил, что в одной из множества предсмертных записок Бартона выражалась «некоторая озабоченность

потерями от биржевых операций». Но Кэмпбелл настаивал, что эти убийства не были прямой реакцией на колебания рынка.

Американские психиатры, никогда не испытывающие затруднений с приклеиванием ярлыков и созданием ужасных словосочетаний, говорят, что с Бартоном произошел «отдельный случай буйного помешательства». Однако, Бартон выбирал фирмы для нападения с вызывающей ужас тщательностью.

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

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

Подобные истории являются наглядным подтверждением того, что поведенческие реакции, связанные с деньгами и инвестированием, в значительной мере являются вопросами психологии. Однако, экономисты по традиции отрицают это. Как пишет в своей книге *Butterfly Economics* («Порхаю-

щая экономика») Пол Ормерод (Paul Ormerod, 1997), экономисты более 250 лет придерживаются теории рационального мужчины (и женщины). По этой теории, рациональное отношение к деньгам заложено от природы, а люди по своей природе являются вычислительными машинами, способными с идеальной точностью анализировать риски и выгоды инвестиций. Такой взгляд льстит профессиональным инвесторам, которым нравится верить, что их решения основаны на рациональной оценке имеющейся информации. Они не хотят, чтобы у их клиентов зародились мысли о том, что они ставят на кон миллионные суммы на основе подсказок, фантазий и предчувствий, обсуждаемых за суши и шампанским во время ленча. (Кстати, тема «Роль алкоголя и кокаина в работе аналитика фондового рынка» может стать богатым полем для исследований и докторской диссертации).

В последние 9 месяцев 2000 года на фондовых рынках происходили значительные колебания. В особенности это относится к индексу NASDAQ, в расчетную базу которого входят акции высокотехнологичных компаний, и японскому индексу Nikkei, упавшему в январе 2001 года до отметки 13100 с высоты более 20000 пунктов, достигнутой в конце 1998 г. 8 января 2001 года произошло самое большое падение индекса Dow Jones за все время его существования, а также индекса NASDAQ, в расчетную базу которого входят акции компаний сектора высоких технологий.

В своей известной книге *Irrational Exuberance* («Ирраци-

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

Шекели, тугрики, башли, капуста, лавэ, бабло, филы, бабки, зелень – сленговых словечек, обозначающих деньги, не меньше, чем словечек, обозначающих секс. Однако, деньги имеют для нас слишком важное значение, чтобы позволить

себе проявлять облегченную рациональность по отношению к ним. Деньги обозначают статус, могущество, степень свободы. Многие из нас жалуются, что их постоянно не хватает. По данным опросов, 23% дневных мечтаний людей относятся к деньгам. Только о двух предметах мы мечтаем в дневное время больше, чем о деньгах. Это мечтания о еде и сексе.

Хотя правительства настойчиво твердят, что нам придется больше откладывать на старость, на деле придерживаться рациональности при принятии инвестиционных решений становится все труднее, поскольку мелкий инвестор сталкивается со все большим количеством вариантов и рисков.

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

Денежные табу

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

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

В-третьих, деньги часто вызывают конфликты между

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

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

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

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

Самый первый пример инвестиционного совета можно найти в Талмуде. Раввины – а они являлись толкователями

слова Господня – рекомендовали людям держать треть капитала в товарах, треть – в недвижимости, и треть – в наличных. Наверное, Господь дал правильный совет. И уж точно гораздо более правильный, чем советы многих земных консультантов по инвестициям.

Смитерс также считает, что эксперты по инвестициям испытывают давление со стороны своих собратьев по бизнесу. Если все ваши конкуренты вкладывают деньги в индексные фонды (инвестирующие только в акции 100 крупнейших компаний Лондонской фондовой биржи, из которых складывается расчетная база индекса FT-SE или Footsie 100), вам потребуется большая отвага, чтобы решиться действовать иначе, даже если вы подозреваете, что действия остальных не вполне рациональны.

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

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

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

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

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

По вопросу реакции работников на изменяющиеся условия труда литературы очень много. А Сити до «Большого Рывка» 1986 года было одним из наиболее консервативных трудовых сообществ. Но с тех пор изменение условий происходило очень быстро. Крупные компании, такие как IBM, тратили огромные деньги на переподготовку персонала и выработку у сотрудников правильной реакции на изменения,

поскольку изменения вызывают у людей тревогу. Однако, похоже, лишь немногие финансовые фирмы вложили деньги в подобные программы.

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

После ознакомления с последними номерами ведущих академических изданий в области финансов, таких как *Journal of Portfolio Management* («Журнал портфельного менеджмента»), *Financial Analysts Journal* («Журнал финансового аналитика») и *Journal of Finance* («Финансовый журнал»), становится ясно, что вопросам изучения результатов деятельности аналитиков стало уделяться гораздо больше внимания, чем когда-либо прежде. Уильям Кэбот (William Cabot), управляющий одного из ведущих американских фондов, написал в *Журнале финансового аналитика* (Cabot,

1998), что «многие, если не все менеджеры расстраиваются из-за того, что не могут переигрывать его (рынок) на более-менее долгосрочной основе». Кэбот признал, что, как и все остальные, «испытывает нервозность и беспокойство» из-за плохих результатов своего фонда в сравнении с итоговыми результатами рынка. Он также рассказал о некоторых трюках, используемых брокерами и фондами для приукрашивания отчетности.

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

Индивидуальные инвесторы также вынуждены приспосабливаться к происходящим на рынке изменениям. Как мы увидим далее, отношения индивидуальных инвесторов изучались поразительно мало. Гораздо больше изучалось, почему люди покупают жидкие моющие средства, чем вопрос, почему они покупают акции. Самые масштабные из проведенных опросов, результаты которых были опубликованы, во

время которых людям задавался вопрос о мотивах инвестирования в акции, охватывали около 500 человек, поэтому по ним несколько затруднительно делать конкретные выводы. В этой книге я полагаюсь не только на эти опросы, но и на интервью, которые я брал, чтобы установить некоторые факты.

Приключение с акциями Poseidon

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

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

Мне повезло. Или Эйлин оказалась прозорливой. Вскоре

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

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

- Насколько эмоциональны инвесторы, и как это сказывается на их суждениях?
- Как работают механизмы алчности, страха и паники?

Все ли подвержены им в одинаковой мере и одинаковым образом?

– Вызывают ли акции эмоциональные ассоциации, и если вызывают, как влияют эти ассоциации на стоимость акций? В Главе 9 я развиваю понятия «мокрых» (эмоционально нагруженных) и «сухих» (эмоционально нейтральных) акций и предлагаю интересные различия в их поведении.

– Почему аналитики часто игнорируют ключевые фрагменты информации?

– Почему инвесторам и даже профессиональным брокерам так трудно продавать акции, даже когда они знают, что надо продавать?

– Что влияет на наше отношение к риску? Почему один человек считает определенный риск сумасшедшим, а другому он представляется хорошим вариантом для сделки?

– Как строится работа брокеров и дилеров – людей, принимающих за нас финансовые решения?

– Какое влияние на процесс принятия решений оказывает стрессовая и конкурентная обстановка, в которой они работают? Ваши деньги находятся в их руках. Насколько от этого изменяются ваши шансы на получение прибыли?

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

Америке в этой области работы было проделано побольше, но подавляющее большинство публикаций по вопросам

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

Подведение итогов или вопрос «апостериорной самонадеянности»

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

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

Однако, когда я прочитал о его методологии, то стало яс-

но, что он не разговаривал ни с одним инвестором. У него не было ни одного субъекта, пострадавшего от проблем, обозначенных таким восхитительным названием — «апостериорная самонадеянность». Работа Беноса была целиком выстроена на моделировании на основе его собственных представлений, о том, какой может быть цепочка размышлений самоуверенного инвестора.

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

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

В Великобритании к психологии все еще относятся с некоторым недоверием. Сотрудница по связям с прессой одной крупной инвестиционной компании выразилась прямо.

«У фондового рынка нет психологии. Это здание», заявила Джин Димент (Jean Diment) из Capel Cure Sharp. Однако, многие профессионалы Сити, с которыми я разговаривал, заинтересовались идеей, что психология может оказывать некоторое влияние на биржевые сделки, но психология не входила в круг тех вопросов, о которых они читали или размышляли. Иногда во время опросов этих людей у меня возникало ощущение, что они шли на самоанализ, чтобы только доставить мне удовольствие. Складывалось впечатление, что до этого они никогда не задумывались о причинах, побудивших их купить акции, или ощущениях, возникших от удачных и неудачных сделок.

До самого последнего времени академическая психология тоже была склонна игнорировать финансовые рынки. Исключениями являются проекты Лондонской школы бизнеса и Манчестерского университета по изучению стрессовых нагрузок, испытываемых дилерами, и индивидуальных особенностей трейдеров, работающих с фьючерсами.

Никто не говорит, что экономические факторы не играют роли, но я приведу доводы и в пользу того, что рынок также управляется психологией индивидуумов и зависит от их реакции на действия толпы, давление со стороны членов своего круга и собственных побуждений этих индивидуумов. Более ста лет экономисты говорят о «медведях» и «быках», относя к категории «медведей» людей, имеющих пессимистический настрой в отношении рынка, а к категории «быков» – ры-

ночных оптимистов. Исследования последнего времени позволяют более детально разобраться в этом вопросе, а именно понять, почему так много брокеров склоняются к лагерю «быков». Это смесь индивидуальных особенностей и ситуации. Мы также прошли приличную часть 2001 года и можем посмотреть, как профессионалы рынка справляются с его падениями.

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

Кризис 2001

В марте 2001 года я поехал в Москву, чтобы снять фильм *The Nuclear Game* («Ядерные игры»). Я пытался установить, какое количество ядерных материалов могло быть тайно вывезено за пределы бывшего Советского Союза. Со времени моего последнего приезда в Москву в конце 1988 года город полностью изменился. В нем появились все присущие современному городу ужасы, развлечения и забавы – ужасные дорожные «пробки», уличные грабители, бесконечная реклама по телевизору, но в магазинах появилась еда, и за деньги можно было купить все что пожелаешь. Тем не менее, паранойя властей все еще кралась следом. Когда мы попытались снять внешний вид красивой церквушки неподалеку от Красной площади, нас остановила полиция и велела идти дальше. Мне сказали, что если я поеду в Троицкий институт физики (где бастовали ученые-ядерщики, не получавшие зарплату), меня не только арестуют, но и подбросят в карман героин. В старые, злодейские коммунистические времена было значительно интересней. Тогда пышногрудые сирены пытались затащить вас в постель, чтобы потом шантажировать.

Тем не менее, через 10 лет после падения Горбачева Россия продвигается вперед, становясь рыночной экономикой. Президент Путин, несмотря на то, что когда-то был офице-

ром КГБ, не препятствует экономическим реформам. Московский фондовый рынок все еще функционирует и даже показывает более хорошие результаты, чем NASDAQ.

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

Кристиан Диор открыл головной магазин прямо напротив Кремля, от чего Ленин, наверное, содрогнулся в своем мавзолее. Магазин Диора расположен в торговом комплексе, бывшим когда-то главным универмагом Москвы под названием ГУМ (или Glum – «мрачный», как именовали его представители Запада). В конце 1980-х полки ГУМа были как правило довольно пусты, а сегодня это залитый неонам, фе-шенебельный торговый центр, заваленный различными товарами. Купить может любой, имеющий наличные или кредитные карточки. Гипермаркеты меняют привычки обычных москвичей ходить по магазинам за продуктами питания, но, как ни странно, ведущая торговая сеть принадлежит туркам. Я обедал с одним ирландцем, прожившим в Москве семь лет и создавшим консорциум, скупивший большую часть со-

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

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

Весной 1999 года, когда я начал писать первый вариант этой книги, бум рынка акций был в полном разгаре. А в феврале 2000 года, когда вышло первое издание моей книги в твердой обложке, уже возникло первое беспокойство. Воз-

можно, цены акций поднялись слишком высоко. Начались интеллектуальные дебаты между аналитиками, утверждавшими, что происходит изменение экономических законов, и приверженцами традиционной теории, считавшими все это пузырем и пеной, грозившими неизбежным крахом. Оптимисты заявляли, что мы не только вошли в новую экономическую реальность, но и в фазу бесконечного роста. Технологические гении изобретут еще более чудесные устройства и штуковины, о которых потребители и не мечтали. А проблемы с занятостью ушли в прошлое как часть тех старых неблагоприятных времен, которых нам больше не увидеть.

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

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

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

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

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

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

утробе Уолл-Стрит. Рост Америки жизненно необходим мировой экономике.

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

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

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

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

Когда я впервые приступил к изучению этого вопроса,

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

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

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

Высказывались серьезные сомнения относительно того, найдутся ли миллионы покупателей на мобильные телефо-

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

перешли на второсортные вещички.

Кроме того, мобильные телефоны представляют угрозу для здоровья. Операторы сотовой связи пока отрицают, что излучение телефона представляет угрозу для здоровья, заявляя, что это преувеличение, но в Америке уже появились судебные иски, в которых истцы утверждают, что излучение мобильного телефона привело к повреждению мозга. Я не говорю, что производители мобильных телефонов не найдут способа снять эти опасения, но проблемы стиля жизни есть и довольно серьезные, поскольку операторы сотовой связи предполагают, что спрос на новые виды сервиса будет нескончаемым.

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

На деле даже самые лучшие экономические новости могут оказаться испорченными. С сентября 2000 года на Ближнем Востоке снова растет военная напряженность, связанная с продолжающимися столкновениями между израильянами и палестинцами. А в Юго-Восточной Азии напряженность отношений между Китаем, Тайванем и Америкой достигла

наивысшей точки за все время своего существования. Удивительно, но фондовый рынок Тель-Авива просел гораздо меньше, чем NASDAQ. Динамика акций высокотехнологичной израильской компании BATM была одной из наиболее сильных.

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

В этой книге я также развиваю некоторые идеи Джона Б. Уотсона (John B. Watson), которого считаю гигантом мысли. Уотсон основал новую школу в психологии под названием бихевиоризм. В возрасте 42 лет он лишился профессорской должности в университете Джонса Хопкинса за любовную связь со студенткой. В течение двух лет он был коммивояжером, а затем поступил на работу в рекламное агентство J. Walter Thompson, где заработал целое состояние и, что самое главное, не потерял его во время Великого биржевого краха. В 1930 году Уотсон оказался в Англии с деньгами, которых вполне хватало для покупки самой дорогой обуви в St James. (И в дальнейшем до конца своей жизни Уотсон заказывал обувь ручной работы только в Лондоне и путешествовал через Атлантику на зафрахтованных для себя судах и самолетах).

Уотсон заставлял всех студентов вести «учет своих действий», в котором они должны были анализировать свои сла-

бые и сильные стороны. Я предлагаю два вопросника – один по вашему отношению к потребности в информации, и второй по вашему отношению к риску. Эти тесты позволят инвесторам определить уровень их финансовых навыков. В мире, где деньги имеют значение, а многие из нас не очень разбираются в финансовых вопросах, понимание своего психологического отношения к инвестированию пойдет только на пользу.

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

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

Глава 1. Тысяча способов остаться без штанов

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

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

Ошибаетесь, – настаивал доктор Летемендиа. – У гор-

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

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

Когда я начал писать эту книгу, та сцена в больнице всплыла в моей памяти, потому что в маниакальные состояния впадают не только очень взбудораженные люди. В ряде случаев поведение явно нормальных и трезвомыслящих инвесторов очень напоминало поведение пациента доктора Летемендиа в маниакальной фазе. Экономисты окрестили такие события спекулятивными бумагами.

Необходимая вам история спекулятивных маний

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

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

В Англии некое подобие фондового рынка зародилось в конце XVII века в кофейнях, таких как «У Джонатана» и «У Гаррауэя», расположенных вблизи аллеи Иксчейндж, но люди с подозрением относились к новой профессии «биржевого джоббера», торговавшего акциями. Закон парламента, принятый в 1697 году, установил жесткий контроль над этой деятельностью из-за опасений, что биржевые спекуляции могут нанести «разрушительный» вред. Но все эти стра-

хи не помешали в начале XVIII века раздуться Пузырю Южных морей, когда в 1720 году люди ринулись вкладывать деньги в торговлю на Тихом океане.

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

BUBBLE CARDS



The Hardlong Fools Plunge into South Sea Waters.
But the Sly Long-heads Wade with Caution alone.
The First are Drowning but the Wise Last.

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

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

Со времени последнего пузыря прошло слишком мало времени, чтобы писать исторические исследования на эту тему, но по более древним «спекулятивным маниям» есть некоторое количество работ. Журналист викторианской эпохи Чарльз Макей (Charles Mackay, 1852) в своей работе *History of Extraordinary Popular Delusions* («История необычайно массовых заблуждений») рассматривает три эпизода,

имевших место до 1850 года – тюльпаноманию, охватившую Голландию, пузырь Южных морей и земельный бум на Миссисипи 1718—1720 годов, соблазнивший парижан покупать земельные участки в Америке. Экономист Джон Кеннет Гэлбрейт (John Kenneth Galbraith, 1933) написал книгу *A Short History of Financial Euphoria* («Краткая история финансовой эйфории») и аналитическую работу по краху Уолл-Стрит 1929 г. Специалист по истории финансов Кинделбергер (Kindelberger, 1994) тоже писал о спекулятивных маниях. Карсвелл (Carswell, 1993) написал подробную историю пузыря Южных морей. Совсем недавно Эдвард Ченселлор (Edward Chancellor, 1999) в работе *The Devil Take the Hindmost* («К черту неудачников») дал занимательную оценку некоторым из этих маний. Но ни одно из этих исследований не было в полной мере психологическим.

Историки предпочитают высказывать мнение, что все эти мании были схожи по своему характеру. Джон Кеннет Гэлбрейт заявляет, что инвесторами движет дикая алчность и паника от того, что они могут упустить сказочные прибыли. Если другие богатеют, – думают они, – то и мне надо бы поторопиться, иначе я ничего не получу. В конечном счете все эти бумы заканчивались катастрофой.

За исключением земельного бума на Миссисипи, все остальные «спекулятивные мании» охватывали рынки, на которых инвесторы имели некоторый опыт. Вкладывая деньги, эти обеспеченные мужчины и женщины были уверены,

что их действия в плане риска вполне благоразумны. Однако, я позволю себе высказать предположение, что мы никогда не сможем понять глубинных причин этих бумов, если будем считать, что в их основе лежат лишь элементарная алчность и грубый стадный инстинкт. К тому же, во всех спекулятивных лихорадках кто-то выигрывает, а кто-то проигрывает. Многие инвесторы вышли из этих маний с очень хорошими барышами, поскольку ажиотаж создавал прибыль. Проигравшими были те, кто или купил слишком поздно, или – что случалось гораздо чаще – не мог решиться вовремя продать, когда уже был в прибыли.

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

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

нутых пузырей игнорировали опыт своих недавних предшественников, свидетельствовавший о рискованности игры.

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

Деньги – корень зла, или тюльпаномания 1633—1637

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

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

В начале 1634 года один тюльпан стоил около 400 флоринов. За период с 1634 по 1635 год цена сначала удвоилась, потом утроилась, а затем удесятерилась. К середине 1635 года цены на тюльпаны уже котировались на биржах Роттерда-

ма, Хорна, Алкмара и Лейдена, а также Амстердама.

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

Цены на тюльпаны поднялись так высоко, что луковички стали продаваться на вес, измерявшийся перитами. Один перит весил меньше грамма. Тюльпан сорта «Адмирал Лифкен», весивший 400 перитов, стоил 4400 флоринов. Самым дорогим сортом был «Semper Augustus» («Вечный август»), цена которого доходила до 5500 флоринов. Один купец хотел купить всего одну луковичку редкого сорта «Вице-король» так сильно, что выменял ее (этим списком мы обязаны современнику того купца по имени Мунтинг) на: «два ластаны пшеницы, четыре отборных быка, восемь отборных свиней, двенадцать отборных овец, две большие бочки вина, четыре большие бочки пива, две бочки масла, тысячу фунтов сыра, кровать со всеми постельными принадлежностями, комплект фешенебельной одежды и серебряную чашу для питья». Стоимость всего перечисленного составляла 2500 фло-

ринов. Как недавно подсчитали, по сегодняшним деньгам это эквивалентно \$244000 (Hinshley, 1996).

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

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

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

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

ства юмора у купца не было, и он засадил матроса в тюрьму.

Рынок тюльпанов развился до такой степени, что на нем началась даже фьючерсная торговля. Мунтинг приводит контракт, по условиям которого А соглашается купить у Б 10 луковичек сорта «Semper Augustus» по цене 4000 флоринов за каждую с поставкой через 6 недель после подписания контракта. Один предприимчивый голландский печатник начал издавать «Регистр цветов», печатая в нем каждую неделю цены на тюльпаны.

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

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

Последствия были сложными. До краха одни покупатели иногда занимали деньги для покупки тюльпанов. Другие отдавали луковички тюльпанов в качестве залога под бравшиеся кредиты. Имевшие большое состояние в тюльпанах

вдруг обнаружили, что владеют горами практически ничего не стоивших цветов. Голландское правительство отказывалось вмешиваться, заявляя, что привести в порядок всю эту неразбериху должны сами торговцы тюльпанами.

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

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

«Акционерный капитал» и Пузырь Южных морей

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

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

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

В статье, опубликованной недавно в *Journal of Economic History* («Журнал истории экономики») (1999), Кастро (Castro) и Ли (Lee) отмечают, что в лондонских кофейнях

«совместными фондами» торговали как минимум с 1672 года. Само словосочетание «фондовая биржа» происходит от «совместных фондов», где фондами были акции. Кастро и Ли анализируют покупки и продажи акций двух торговых компаний XVII века – Королевской Африканской компании и Компании Гудзонова залива.

Пожалуй, еще более удивителен тот факт, что к 1690-м годам уже функционировал фьючерсный рынок. В кофейнях вокруг аллеи Иксчейндж можно было купить акции, а так же так называемые «Отказы». В памфлете, опубликованном в 1694 году, Джон Хоктон (John Houghton) писал, что «человек с деньгами» мог прийти в кофейню Гаррауэйя и «спросить, во что ему обойдется Отказ от определенного количества акций. То есть, сколько гиней на акцию он должен заплатить за свободу получить эти акции или отказаться от них по определенной цене в любое время в течение следующих шести месяцев или другого оговоренного срока». Сегодня мы называем этот инструмент опционом. Опционы дают покупателю право купить или продать какой-либо базовый актив через определенный период времени. Скажем, вы купили опцион на право купить какую-либо акцию по 50 и заплатили за эту привилегию 5. Если акция вырастает в цене до 57, вы оказываетесь «при деньгах», то есть имеете прибыль в 2 цента на акцию. Если же бумага падает до 49, вы теряете всю свою ставку.

Хоктон также описал «способы игры на понижение», ко-

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

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

К 1710 году на аллее Иксчейндж уже установились определенные торговые процедуры. Ли и Кастро перерыли архи-

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

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

Компания Южных морей предложила инвесторам возможность на законных основаниях поучаствовать в освоении сказочных богатств. Люди были убеждены, что в Перу и Мексике находятся неисчерпаемые залежи золота и сереб-

ра, и жестокие дикари будут отдавать это золото и серебро в обмен на бисер и одежду. Ведь золото для них было безделушкой.

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

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

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.