

СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к русскому изданию	15
Благодарности	17
Введение	19

Часть I

Философия инвестирования

Введение	27
----------------	----

Глава 1. Играть, как казино	29
Еще карту	29
От казны к богатству	32
Расстановка приоритетов процесса	35

Глава 2. Инвестирование — профессия или бизнес?	36
По донесениям разведки	36
Изучаем победителей	38
Инвестирование: профессия или бизнес?	41

Глава 3. Эффект Бэйба Рута	45
Играем, как Бэйб	45
Обратная сторона стереотипов	46
Быки, медведи и шансы	47
От внебиржевого рынка до внеипподромного тотализатора	49
Полезные аналогии	51

Глава 4. Разумная теория качественных признаков устарела	53
Обстоятельства важнее качественных признаков	53
Три шага к созданию теории	55
«Когда», а не «что»	58

Глава 5. Рискованный бизнес	60
Наука о ракетах	60
От неопределенности к вероятности	61
Как прогнозы влияют на величину выигрыша	65

Глава 6. Вы эксперт?.....	66
Человек против машины.....	66
Где эксперты преуспевают?.....	67
Глава 7. «Горячая рука» в инвестировании.....	74
Пристрастие к закономерностям.....	74
Череда успехов и мастерство.....	75
Это не игра в орлянку.....	77
Череда успехов и удача.....	80
Глава 8. Время на моей стороне.....	81
Один раз или сто раз — какая разница?.....	81
Объяснение рискованной премии по акциям.....	83
Ценность бездействия.....	85
Графики вместо тысячи слов.....	89
Глава 9. Вся правда о вершущем.....	90
Менеджмент играет роль.....	90
Лидерские качества.....	91
Стимулы.....	93
Размещение капитала.....	95
Заключение.....	97

Часть II

Психология инвестирования..... 99

Введение..... 101

Глава 10. Доброе утро! Приготовьтесь к стрессу!.....	104
Почему у зебр не бывает язвы желудка?.....	104
Почему управляющие активами страдают язвой желудка?.....	105
Сокращение горизонтов инвестирования.....	107
Берите пример с Одиссея.....	109
Глава 11. Все, что мне было нужно знать, я узнал на домашней презентации Turperware.....	111
Чему меня научили бесплатно начищенные ботинки.....	111
Мать-природу можно обмануть.....	113

Все, что мне нужно было знать.....	115
Психология инвестирования.....	116
Глава 12. Все системы работают.....	118
Эмоции и решения.....	119
Два следует за одним.....	119
Эвристика эмоциональности.....	121
Когда опытно-эмоциональная система дает сбой.....	123
Эмоциональные реакции: индивидуальный и коллективный уровень.....	124
Глава 13. Любовь у гуппи.....	125
Гуппи видят, гуппи повторяют.....	125
Негативные и позитивные ответные реакции.....	126
Следуй за впереди идущим муравьем.....	127
Слухи как источник стадного поведения.....	129
Глава 14. Будьте осторожны с поведенческими финансами.....	131
Извините, но в ваши рассуждения вкралась ошибка.....	131
Игра для дураков?.....	133
Где бомба?.....	135
Деньги видят, деньги подражают.....	136
Глава 15. Призываем на помощь лорда Кейнса.....	137
Чего вы ожидаете?.....	137
Спекуляция и предпринимательство.....	138
Заглянем в бар El Farol.....	140
Самообман.....	142
Глава 16. Внутреннее чутье.....	143
Лучшие решения — не по уставу.....	143
Разрубая дерево решений.....	144
Натуралистическое инвестирование.....	147
Информация на заметку.....	149
Глава 17. Наблюдайте и анализируйте.....	150
Неравноценное «да».....	150
Тонкости оценки информации.....	151

Заблуждения, связанные с выборкой.....	152
Раскройте мне секрет, которого не знает рынок.....	154

Часть III

Инновации и конкурентная стратегия 157

Введение	159
----------------	-----

Глава 18. Дело братьев Райт.....	161
Инновации — это рекомбинация идей.....	161
Откуда происходит наше благосостояние?.....	163
Sic Itur ad Astra (Таков путь к звездам).....	166
Созидательное разрушение — пришли, чтобы остаться.....	170
Глава 19. Избавляйтесь от лишнего ради эффективности.....	171
Слишком умный наполовину.....	171
Динамика инноваций.....	172
Инвесторы, используйте свои мозги.....	176
Глава 20. Опережая события.....	179
Утрата прайда.....	179
Ожидания Златовласки: холодно... горячо... то, что нужно.....	180
Продавайте старичков, покупайте новичков.....	182
Разум дает обещания, а тело не может их выполнить.....	184
Ожидания и инновации.....	185
Глава 21. А в вашем портфеле есть дрозофилы?.....	186
Плодовые мушки и быстротечность.....	186
В ловушке скорости?.....	187
Эволюция инвесторов.....	191
Глава 22. Играйте по правилам.....	193
Управление с прицелом на долгосрочную перспективу.....	193
Уроки Deep Blue.....	194
Стратегии победителей.....	195
Стратегия как свод простых правил.....	197

Глава 23. Выживают наиболее приспособленные.....	199
От вершины до вершины.....	199
Ландшафт приспособленности.....	200
Смотрите, куда прыгаете.....	203
Другие параметры адаптации.....	204
Глава 24. Прострация от экстраполяции.....	206
Либо социальное, либо обеспечение.....	206
Нестационарность и исторические показатели цены/прибыли.....	208
Почему прошлое — не всегда пролог будущего?.....	208
Ограниченные параметры.....	211
Распакуйте (умственный) багаж.....	212
Глава 25. Я упал и не могу подняться.....	214
Доходность и рост.....	214
Смерть, налоги и возврат к среднему.....	215
Я упал и не могу подняться.....	218
Глава 26. Сотрудничество в позиционной войне.....	220
Сравнение с войной — жизнь или смерть?.....	220
Чем так отличаются свидание и брак?.....	222
Цена и прибыль.....	224
Глава 27. Большие ожидания (роста).....	227
Компетентное компаундирование.....	227
Проверка реальностью.....	228
Чем они больше, тем медленнее растут (или не растут).....	231
Не ищите убежища в воздушных замках.....	233

Часть IV

Наука и теория сложности	235
---------------------------------------	-----

Введение.....	237
---------------	-----

Глава 28. Разнообразьте свое мышление.....	240
Разум муравья.....	240
Удивительный лабиринт.....	241

	К знаниям через разнообразие	244
	Творческое мышление и инвестирование	245
Глава 29.	От меда до денег	247
	Умный муравей	247
	Коммивояжер? Следуйте за муравьем... ..	248
	Сверхъестественная прозорливость рынков предсказаний	249
	Фондовый рынок — высшая форма пчелиного роя?	251
	Мудрость пчелиного роя	252
Глава 30.	Глас народа	253
	Точность толпы	253
	Иголка в стоге сена	254
	Глас народа и быки	256
	Как использовать глас народа для оценки принтеров	257
	А как насчет фондового рынка?	257
Глава 31.	Миром правят толстые хвосты	259
	Опыт против риска	260
	Сногшибательные хвосты	261
	Что означают толстые хвосты для инвесторов?	264
Глава 32.	Интегрируя частности	266
	Вызов Бернулли	266
	Что значит «нормальный»?	268
	Санкт-петербургский парадокс и инвестирование в акции роста	271
	Интегрируя частности	272
Глава 33.	«Мечта зрителя»	273
	За пределами мира Ньютона	273
	Классификация систем	274
	Фондовый рынок как сложная адаптивная система	276
	Как это применить на практике?	277

Глава 34. Изгоняем демона Лапласа.....	279
В этом виновата эволюция!.....	279
Демон Лапласа.....	281
Понимаем ли мы рынок?.....	283
Риски инвесторов.....	283
Глава 35. Больше законов в ваши руки.....	290
Применяйте распределение Ципфа.....	290
Чем больше изменений... ..	292
Возьмите закон в свои руки.....	296
Глава 36. Пирамида чисел.....	297
Почему в мире так мало слонов?.....	297
Найдите свою нишу.....	299
Уважаемый генеральный директор!	
Теперь мы в списке Fortune 50! А вы уволены.....	300
Экстраполяция ожиданий.....	303
Глава 37. Превратные эмоции.....	306
Туфли Hush Puppies и жестокость фондового рынка.....	306
Апчхи!.....	307
Экономисты, познакомьтесь с мистером Рынком.....	309
Человеческая сущность не меняется.....	310
Смотрите на рынок в перспективе.....	311
Глава 38. Лестница на небеса для держателя акций.....	313
Я тоже так могу!.....	313
Лестница на небеса для держателя акций.....	315
Делаем искусство менее абстрактным.....	315
И в хаосе есть порядок.....	318
Заключение.	
Будущее — за синтезом инвестирования.....	320
Примечания.....	325
Список литературы.....	358
Литература, рекомендуемая к прочтению.....	379

Продуманную перспективу не выстроить, если изучать научные дисциплины порознь — они нуждаются в согласовании. Объединение их требует немалых усилий. Но, по-моему, оно неизбежно. Это будет правильно с точки зрения здравого смысла и вознаградит побуждения, восходящие из благородной части человеческой природы. 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 выкладок 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, безупречно выстроенная модель обязательно нуждается в серьезной корректировке. Трейдеры знают, что автоматические советники, как правило, успешно работают лишь несколько месяцев. На фон-

довом 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 (ранее 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, неутомимо 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 возможности. Однако некоторые заслуживают особого упоминания — это Клейтон Кристинсен, Пол Дедодеста, Норман Джонсон, Скотт Пейдж, Джим Суловики 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 принадлежит 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 усталости 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 рассматривают 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 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 изоляции: 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 фактическим 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.

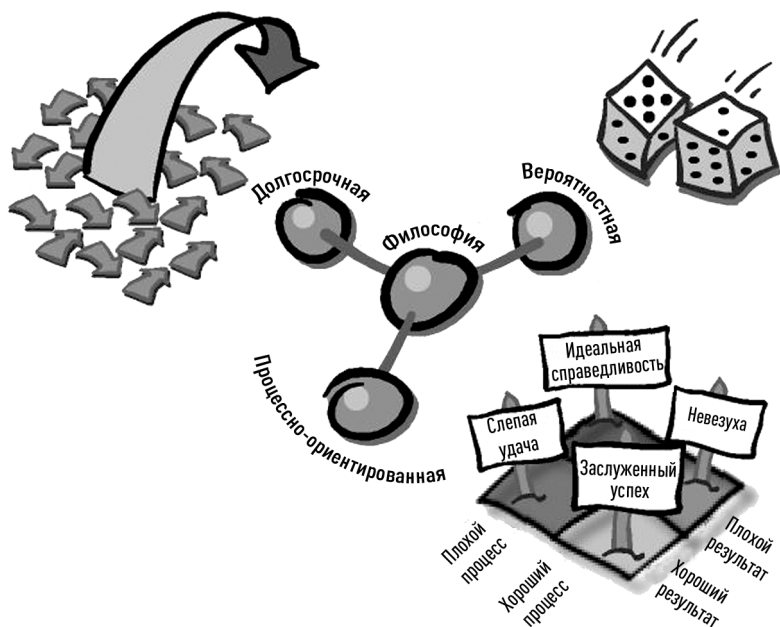
Это издание содержит обновленные таблицы и графики, а также новые главы в каждой части. Среди новых тем — оценка менеджмента, роль интуиции, применение теории игр и механизмы, запускающие колебания настроений рынка.

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 поначалу 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 всегда 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 сосредото-

точиться 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 ментального 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, подорвали 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 Дедодеста, 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 проистекают из хорошего 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 блэджек. 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 самоуверенно 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) от-

носителю 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 спрог-

нозировать 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.