

Оглавление

Предисловие.....	7
Некоторые особенности книги	18
Часть I	
ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ИДЕИ И ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ ФИНАНСЫ	19
1. Где взять разум... ..	21
2. Парадокс поведенческих финансов «Неоклассическая теория — теория акул»	34
Часть II	
ТЕОРЕТИКИ	47
3. Пол Самуэльсон Философ-реалист	49
ИНСТИТУЦИОНАЛИСТЫ	55
4. Роберт Мертон «Риск — это не довесок»	57
5. Эндрю Ло «Единственная часть экономики, которая реально работает»	67
6. Роберт Шиллер Народный риск-менеджер	73
ИНЖЕНЕРЫ	93
7. Билл Шарп «Опасно воспринимать риск как отвлеченное число»	95
8. Гарри Марковиц «У вас останется маленький мирок»	102
9. Майрон Шоулз «У омеги есть чудесное свойство»	111
Часть III	
ПРАКТИКИ	125
10. Barclays Global Investors «Это было интересное предприятие»	127

11. Фонд Йельского университета	
Неинституциональное поведение.....	145
12. САРМ II — генератор альфы	
Мы не видим ожидаемую доходность.....	160
13. Как сделать альфу переносимой	
«Она превратилась в новую мантру».....	171
14. Мартин Лейбовиц	
САРМ в новом наряде.....	186
15. Goldman Sachs Asset Management	
«Уверен, невидимая рука все еще здесь».....	201
Часть IV	
ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ИДЕИ ЗАВТРА	219
16. Ничто не стоит на месте	221
Примечания	229
Библиография	234
Благодарности	241
Предметный указатель.....	243

Предисловие

У теоретика всегда есть возможность не обращать внимания на факты — их трудно найти, они постоянно изменяются и, при прочих равных условиях, допускают даже варварское отношение. В результате мысль неизбежно возвращается в старое русло, поскольку какой-либо анализ невозможен без системы отсчета. Именно так создается представление о вещах, или, если коротко, теория.

Пол Самуэльсон,

«Лорд Кейнс и общая теория»
Economica 14 (1946), pp. 187–199

Мы создаем модели, чтобы абстрагироваться от реальности. Однако есть более общая модель, которая говорит о том, что все наши модели в конечном счете неработоспособны. Они не работают из-за того, что не в состоянии учесть все взаимосвязи реального мира.

Майрон Шоулз,

доклад на совместной конференции Нью-Йоркского университета
и банка IXIS, посвященной хедж-фондам, Нью-Йорк, сентябрь 2005 г.

Революция в теории и практике инвестирования, которая произошла на Уолл-стрит в последние три десятилетия XX века, была подготовлена учеными, работавшими вдали от центра финансового мира в Нью-Йорке. Именно это подчеркивает подзаголовок «Парадоксальные начала современной Уолл-стрит» моей книги «Фундаментальные идеи финансового мира» (*Capital Ideas: The Improbable Origins of Modern Wall Street*), изданной в 1992 г.

Однако плоды тех парадоксальных начал претерпели значительные изменения за три с лишним десятилетия. В наши дни концепции, изложенные в «Фундаментальных идеях», стали общепринятыми как на Уолл-стрит, так и в других финансовых центрах по всему миру. Начавшись с простых положений о том, что риск является основой всех инвестиционных решений, что диверсификация принципиально важна для успеха при инвестировании и что рынки трудно переиграть, Фундаментальные Идеи (известные так же, как «неоклассическая теория финансов») — результат абстрактных представлений — превратились в интеллектуальное ядро бесчисленных инноваций в сферах активного инвестирования и риск-менеджмента.

Подобные инновации строятся на таких принципах и предполагают использование таких инструментов, которые раньше мы и представить себе

не могли. Когда я работал над первым изданием книги «Фундаментальные идеи финансового мира» (1989–1991 гг.), умами владели идеи пассивного управления и эффективного рынка. Сегодня, как будет показано далее, даже создатели Фундаментальных Идей работают на рынке капитала. Одни занимаются поиском новых методов активного управления или пытаются получить альфу*, а другие применяют свои теоретические разработки для решения проблем финансирования пенсионного обеспечения или для повышения справедливости и эффективности рынков. При этом все в той или иной мере занимаются исследованием возможностей риск-менеджмента.

По мере того, как Фундаментальные Идеи перемещаются из голов теоретиков в компьютерные сети, трансформируется как их форма, так и содержание. Именно этому процессу посвящена настоящая книга «Фундаментальные идеи финансового мира: эволюция».



Возьмем отличия сегодняшнего мира от тех времен, когда я работал над первым изданием книги «Фундаментальные идеи финансового мира» (1989–1991 гг.). Теория не особенно нужна в инвестиционной среде, где люди беспрепятственно переигрывают рынок, не обращают внимания на риск и определяют стоимость опционов на глазок. Первой реакцией многих инвесторов на появление в 1970-е и 1980-е гг. этих неудобных и требующих применения сложного математического аппарата теорий было желание отбросить их как «вздорные и ненужные». Риск воспринимался как нечто второстепенное. В своей книге «Блуждания по Уолл-стрит» (A Random Walk Down Wall Street) Бертон Малкиел отмечает, что некоторые на Уолл-стрит приняли теорию эффективного рынка «с тем же энтузиазмом, что и Саддам Хусейн встречу с представителями еврейской организации Бнай Брит». Бертон говорил мне, что в девятом издании «Блужданий по Уолл-стрит» он заменил эту метафору, и теперь она выглядит так: «с тем же энтузиазмом, что и Джефф Скиллинг появление Бюро по улучшению деловой практики».

Чтобы сделать новые теории доступными для понимания более широкому кругу читателей, мне хотелось включить в эту книгу примеры практического применения Фундаментальных Идей, о которых я говорю. Долгие поиски навели меня лишь на три реальных случая применения теоретических разработок на практике. В то время больше ничего не удалось обнаружить.

Первым примером был банк Wells Fargo, который пользовался консультациями многих создателей Фундаментальных Идей. Однако Wells Fargo пошел на такой шаг, с тем чтобы привлечь клиентов в свои индексные фонды и найти потребителей услуг по управлению активами с контролируемым ри-

* Под альфой понимается доходность, превышающая доходность какого-либо ориентира, например индекса S&P 500, с учетом риска. В книге приведено развернутое толкование этого понятия.

ском, и долгое время не получал от нововведений никакой прибыли. Я хорошо помню Джима Вертина, который рассказывал, как они «пытаются вкатить этот камень на гору». Тем не менее, как отмечено в «Фундаментальных идеях», «они реально применили теорию на практике». В главе 10 настоящей книги показано, насколько оправданным является подобное заключение с нынешней точки зрения.

Вторым примером был Барр Розенберг. Барр, в то время чистый теоретик, работал над тем, что можно назвать первым жизнеспособным приближением к модели оценки капитальных активов на основе факторного анализа. Попутно он вел чрезвычайно популярные семинары в Пебл-Бич, знакомявшие практиков с такими понятиями, как рыночная эффективность и среднее/дисперсия, вводившие слушателей в тонкости использования модели оценки капитальных активов и теории ценообразования опционов. Без усилий Барра процесс принятия профессиональными инвесторами Фундаментальных Идей без сомнения занял бы больше времени. Его вклад заслуживает намного более высокой оценки.

Портфельное страхование — третий пример применения теории на практике. Хейн Лиланд из Калифорнийского университета в Беркли изобрел этот продукт в процессе поиска того, что он смело обозначил как «абсолютное оружие», — реальной версии портфеля соответствия Мертона для опциона пут на рынке*. На короткое время все буквально помешались на портфельном страховании, казалось, что мечта Лиланда осуществилась. Однако крах 19 октября 1987 г., когда цены акций упали на 20% за один день, обрушил портфельное страхование вместе со всем рынком.

Но это было в те времена. Настоящая книга практически полностью посвящена практическому применению теоретических разработок и только иногда обращается к вопросу создания новых теорий.

Интересно отметить, что подобные процессы характерны не только для финансов. Хан Ким из Школы бизнеса Росса Мичиганского университета и двое его коллег не так давно исследовали публикации основных экономических журналов за последние 35 лет, которых к июню 2006 года набралось более 500¹. Содержание этих публикаций позволило исследователям сделать вывод о том, что «в начале 1970-х гг. 77% наиболее цитируемых работ были теоретическими и только 11% — узкопрактическими. К концу столетия уже 60% работ были узкопрактическими, а на теорию приходилось только 11%... [Остальные] работы имели эконометрико-методологический характер».

Чем объясняется кардинальный перенос внимания с теории на практические аспекты? Причин, конечно, много, но главным фактором все же следует считать появление персонального компьютера и непрерывно усложня-

* Практически случайно в рассуждениях о том, как транзакционные издержки 19 октября 1987 г. чуть не похоронили портфельное страхование, Боб Мертон отметил парадоксальную вещь: без транзакционных издержек модели ценообразования опционов Блэка–Шоулза–Мертона попросту не было бы. Транзакционные издержки делают портфель соответствия практически нецелесообразным, а опционы — не поддающимися замещению.

ющего программного обеспечения. Компьютер открывает простор для препарирования данных и проверки теорий с таких позиций, которые были немислимыми в мире логарифмических линеек и электрических арифмометров. С другой стороны, этот процесс идет лишь в одном направлении. Хотя ученые и практики могут использовать компьютеры для проверки теорий и поиска новых путей их применения, новые теории рождаются не в компьютерах. Теория — продукт мыслительной деятельности человека.

Через какое-то время после выхода в свет «Фундаментальных идей» правильность рассмотренных в ней положений получила такие подтверждения, что возражать против них стало невозможно. Рыночные процессы лишь усиливали сходство теории с реальностью. На деле эти идеи в буквальном смысле создали новый мир по своему образу и подобию. Даже самые законренелые скептики отказались от противостояния — в теоретическом и практическом плане — парадоксальным началам современной Уолл-стрит.



Билл Шарп однажды заметил, что «пришел Марковиц, и стал свет»². До выхода эссе Гарри Марковица о принципах формирования портфеля в 1952 г. реальной *теории* конструирования портфелей не было — существовали просто эмпирические правила и предания. Марковиц первым сделал риск стержнем портфельного управления, сфокусировав внимание на сути инвестирования, которое является не чем иным, как *ставкой на неизвестное будущее*. До того как Билл Шарп сформулировал идею модели оценки капитальных активов в 1964 г., реальной *теории* оценки активов с учетом риска не было — существовали просто эмпирические правила и предания. До появления работы Франко Модильяни и Мертона Миллера в 1958 г. реальной *теории* корпоративных финансов не было, как не было и понимания того, какой смысл термин «равновесие» имеет на финансовых рынках, — существовали просто эмпирические правила и предания³. До того как Юджин Фама выдвинул гипотезу эффективного рынка в 1965 г., *теории*, объясняющей, почему так сложно переиграть рынок, не было. Не признавали также и существование такой возможности. До того как Фишер Блэк, Майрон Шоулз и Роберт Мертон занялись исследованием проблемы оценки и основных свойств производных ценных бумаг в начале 1970-х гг., *теории* ценообразования опционов не было — существовали просто эмпирические правила и предания.

Инвестиционная практика, господствовавшая до появления работы Марковица «Выбор портфеля» в 1952 г., прекратила существование. Инвесторы в 1952 г. говорили на том же языке и мыслили так же, как инвесторы в 1873 г., хотя животрепещущей темой была уже не дефляция, а инфляция. Революция, инициированная Фундаментальными Идеями, совершенно изменила представления о природе финансовых рынков, теории инвестирования и роли неопределенности будущего при принятии инвестиционных решений. Пол Самуэльсон очень образно описал этот процесс: «Квадратичное про-

граммирование Марковица–Шарпа–Тобина, которое в приложении к средним и дисперсиям портфелей является сильным приближением к реальному миру, распространяется подобно оспе, занесенной в некогда изолированные племена»⁴.

Стержнем всех этих идей был риск. Знаменитое замечание Марковица о том, что «вы должны думать о риске так же, как о доходности», стало сегодня прописной истиной. Однако в 1952 г. присвоение риску такого же веса, как и вознаграждению, было абсолютно новаторским шагом. *Ничто не отделяло Фундаментальные Идеи от существовавшего до 1952 г. мира сильнее, чем это.* Вскоре примеру Марковица последовали Модильяни и Миллер, указавшие на то, что изменение структуры обязательств компании ничего не значит, поскольку стоимость компании определяется рискованностью бизнеса; перетасовка обязательств изменяет лишь распределение риска между заинтересованными сторонами. Модель оценки капитальных активов предполагает, что ожидаемая доходность активов является функцией их риска, или беты, а определение эффективного рынка — что рынок учитывает все предсказания, сделанные с помощью модели. В свою очередь хеджирование риска стало одной из основных причин создания модели ценообразования опционов.

Все главы настоящей книги так или иначе посвящены управлению рисками. Главные герои рассказанных историй не только умеют зарабатывать деньги, но и, как мы увидим, понимают, что риск-менеджмент — ключевой фактор повышения доходности.



Почему учет риска настолько важен, почему он является стержнем всего, что относится к инвестициям? Не потому ли, что решения в сфере финансов всегда связаны с неопределенностью? Увы, нет. Любое решение, чего бы оно ни касалось, неизбежно связано с неопределенностью. Ответ на этот вопрос более пространный.

Давным-давно, когда экономическая деятельность сводилась к рыбной ловле, охоте и возделыванию полей, единственным источником экономической неопределенности была погода. Люди совершенно не могли воздействовать на нее, а доступные формы риск-менеджмента ограничивались молитвами да упованиями на Господа. Что еще можно было предпринять, если все зависело от воли Божьей или от судьбы?

По мере приближения к нашим временам значение стихийных факторов снижалось. А что пришло им на смену? В качестве ответа я обычно привожу слова математика Джона фон Неймана, создавшего теорию стратегических игр (в отличие от теории азартных игр) в 1920–1930 гг. Самым главным в теории игр было признание того факта, что люди — не Робинзоны Крузо, существующие изолированно друг от друга. Непонимание этого является основной причиной того, что естественно-научные методы и концепции так часто заводят социологов в тупик.

До фон Неймана в теории принятия решений считалось, что решения одного человека не влияют на возможности выбора, имеющиеся у любого другого человека, что каждый живет в своей собственной комнате. Однако это искусственная посылка. Никто не живет в изоляции. Фон Нейман и его коллега Оскар Моргенштерн подчеркивали различие между реальной экономикой и экономикой Робинзона Крузо следующим образом.

Проблема, стоящая перед Крузо, коренным образом отличалась от проблемы, которую приходится решать участнику экономических отношений в обществе... [Крузо] единолично контролировал все переменные... в стремлении удовлетворить свои потребности... Чтобы приложить [правила игры] к *сфере борьбы и конкуренции*... необходимо рассматривать игру n участников, где $n \geq 2$, и, таким образом, пожертвовать простотой [курсив автора книги]⁵.

Все экономические системы, даже самые примитивные, зависят от производства и технологий, однако при капитализме борьба и конкуренция за покупку и продажу имеет еще большее значение, чем производство и технологии. Капитализм — игра фон Неймана невиданного размаха! Покупка и продажа предполагают принятие решений. Что решит покупатель? Что решит поставщик? Что решит работник? Что решат политики? Что решат другие инвесторы? Этот процесс интерактивен по своему характеру. Все зависит от нас.

От решений, которые мы принимаем, зависит, как будут вести себя клиенты, поставщики, работники, политики и инвесторы. В конечном итоге стоимость вашего портфеля определяется не тем, что должно произойти с ним в долгосрочной перспективе согласно неким предсказаниям, а тем, сколько другие инвесторы готовы заплатить за ваши активы.

Теория игр исходит из того, что люди создают сложный комплекс неопределенностей друг для друга. Они учатся на собственном опыте и на результатах применения технологий. Эволюция в той или иной форме не прекращается никогда. Вчерашняя реакция на определенный набор обстоятельств может крайне слабо характеризовать то, как вы будете реагировать на то же самое завтра. В любом случае, в соответствии с идеями Лейбница, если сегодняшние обстоятельства и повторятся завтра, то уже не полностью, а лишь в значительной мере.

Таким образом, мы реально не знаем, что нас ждет в будущем. Риск в нашем мире — это не что иное, как неопределенность решений, которые будут приняты другими, и ответных решений, которые будут приняты нами.



Концепции Фундаментальных Идей, появившиеся в период с 1952 по 1973 г., успешно выдержали проверку глубокими и удивительными изменениями, произошедшими в мире финансов. Эти изменения варьировали

от инфляции 1970-х гг. до великого бычьего рынка, начавшегося на заре 1980-х гг., и от небольшого пузыря, который привел к обвалу рынка в октябре 1987 г., до масштабного технологического пузыря, завершившегося крахом 2000 г. Мы стали свидетелями революции в сфере коммуникаций и глобализации с ее новыми игроками и финансовыми инструментами, о которых инвесторы 1970-х и 1980-х гг. даже и не помышляли.

На протяжении всего этого времени Фундаментальные Идеи постоянно подвергались критике со стороны энергичных, умных и влиятельных практиков в сфере управления инвестициями. Вместе с тем границы между теоретиками и практиками, некогда отчетливые, стали такими же расплывчатыми, как и нынешние границы между профессором школы бизнеса, инженером и обитателем Уолл-стрит.

В момент выхода «Фундаментальных идей» в 1992 г. существовавшие рынки можно было охарактеризовать как «потрясающее творение», однако с тех пор их масштабы, разнообразие и влияние на все аспекты экономической жизни выросли неизмеримо. Именно рынки сделали возможной экономическую глобализацию с ее многообразием новых, сложных финансовых инструментов, обеспечивающих перемещение капитала и управление рисками. Рыночные цены не только формируются на основе информации, они переносят сведения от информированных инвесторов к неинформированным, а иногда и наоборот.

В результате поток информации, который начал нарастать в начале 1990-х гг., обернулся лавиной, захлестнувшей нас. Компьютеры, примитивные и практически бесполезные для большинства инвесторов и менеджеров в те времена, когда я работал над рукописью, теперь занимают центральное место в мире бизнеса и финансов*. Компьютеры изменили характер коммуникаций, процедур расчетов, принятия инвестиционных решений и управления рисками так, как никто из нас не мог предположить еще 20 лет назад**. Но самым серьезным испытанием, пожалуй, было то, что безумный пузырь конца 1990-х гг. и его катастрофические последствия заставили многих усомниться в справедливости допущения о рациональности — основополагающего элемента Фундаментальных Идей.



Несмотря на все сомнения, Фундаментальные Идеи стали основой общепринятых процедур управления инвестиционными портфелями и торговли на финансовых рынках мира. Положение о взаимосвязанности риска и ожидаемой доходности стало центральным для всех инвестиционных решений.

* Сегодня старый файл рукописи, подготовленный в формате DOS, мне уже недоступен.

** Говоря о превосходящем ожидания техническом прогрессе, газета *Wall Street Journal* сообщила 27 июля 2006 г. о том, что инвестиционный консультант Marshall Wace создал в 2005 г. компьютерную модель, способную обрабатывать 500 000 торговых предложений от 246 дилеров по ценным бумагам.

Постулат о том, что рынок трудно переиграть, больше не подвергается сомнению даже теми, кто заявляет, будто знает, как сделать это. Принципы управления корпоративными финансами претерпели значительные изменения; теория Модильяни–Миллера оказала более существенное влияние на пузырь 1990-х гг. и его последствия, чем думают многие. Альфа и бета, бывшие в свое время непонятными атрибутами модели оценки капитальных активов, стали критически важными элементами самых сложных форм управления портфелями и измерения результативности инвестиций. Новые подходы к структурированию портфелей, в частности появление хедж-фондов и распространение коротких продаж, конечно важны, но все они уходят корнями в Фундаментальные Идеи.

Наконец, взрывное распространение продуктов, стратегий и инноваций, связанных с моделью ценообразования опционов (названной Юджином Фамой «величайшей идеей столетия»), которое еще далеко от завершения⁶. Замечу, что совокупная условная сумма деривативов, находившихся в обращении в конце 2006 г., составляла \$370 трлн — число, от которого голова идет кругом*.



Эта книга начинается с анализа критики Фундаментальных Идей сторонниками теории поведенческих финансов, в частности критики гипотезы эффективного рынка. В следующей части представлены текущие взгляды Пола Самуэльсона, одного из величайших специалистов в сфере поведения рынков и формирования портфелей. Самуэльсон с недоверием относится к попыткам превзойти доходность рынка в целом или, в более практическом плане, переиграть взаимные фонды, привязанные к какому-либо ориентиру, например индексу S&P 500.

Далее излагаются представления других известных ученых, которые так или иначе внесли вклад в применение ключевых идей финансовой теории на практике в новых и необычных форматах. Следом идут главы, посвященные успехам некоторых институциональных инвесторов. В них показано, как они подходили к выработке стратегии, как использовали Фундаментальные Идеи.

Это лишь начало процесса. Удивительно, но чем больше инвесторы полагаются на Фундаментальные Идеи при формировании стратегий, разработке новых финансовых инструментов в стремлении к более высокой доходности по отношению к риску, тем больше реальный мир становится похожим на теоретический мир, описанный в «Фундаментальных идеях». На страницах настоящей книги эта мысль повторяется неоднократно. Фундаментальные Идеи — вовсе не вздор.

* Цитируется по изданию компании International Strategy & Investment Group, ISI Reports, December 11, 2006.

Пожалуй самой замечательной особенностью этих идей является их непреодолимое влияние на инвестиционные решения, даже несмотря на то, что теории много раз проваливались при проверке на практике. Ситуация сродни той, о которой Луис Менанд, лауреат Пулитцеровской премии, профессор английской и американской литературы, сказал в связи с работой Фрейда «Неудовлетворенность культурой» (Civilization and Its Discontents):

Принципы полностью утратили свое значение как основа представлений об устройстве мира, однако мы не можем судить о мире в отсутствие всяких принципов⁷.

Создателей моделей не удивляют сложности, возникающие при эмпирической проверке. Сделанные ими базовые допущения нередко искусственны и чаще всего не допускают прямого применения моделей для решения инвестиционных проблем в реальном времени. Теоретики не хуже других знают, что реальный мир отличается от смоделированной картины. Однако они стремятся к получению более глубоких и системных представлений о работе рынков, о взаимодействии инвесторов, о доминирующей роли риска в процессе инвестирования в целом. Они прекрасно понимают, что их теории нельзя считать законченным продуктом. Они занимают плацдарм, создают исходную площадку для исследований и, с переходом на следующий уровень, пытаются выстроить цельную структуру, позволяющую объяснять результаты рынков и решать инвестиционную дилемму выбора риска и доходности. Эта структура продолжает развиваться.



В процессе любой революции с течением времени неизбежно возникают непредвиденные отклонения как в теоретическом, так и в практическом плане. Наступают периоды разочарований и даже попыток контрреволюции. Всеобъемлющее допущение о рациональности инвесторов во всех Фундаментальных Идеях, конечно, нереалистично, однако случаи его неработоспособности слишком хорошо видны на рынках, поскольку они связаны с высокой волатильностью, возникновением и схлопыванием пузырей, концентрацией на краткосрочных изменениях и потрясающей непоследовательности использования информации. Мы не можем изучать роль Фундаментальных Идей в современном мире без учета того, что нынче называется поведенческими финансами, поскольку и в этой области есть выдающиеся мыслители — лауреаты Нобелевской премии.

Хотя борьба двух течений приобретала временами очень жесткий характер, попытки сторонников поведенческих финансов пересмотреть основные допущения привели к открытию новых многообещающих перспектив в рамках исходных идей. Благодаря этому Фундаментальные Идеи стали основой каждого инвестиционного решения.

Сказанное ни в коей мере не умаляет важность изменений, произошедших в сфере финансов с момента выхода в свет книги «Фундаментальные идеи финансового мира» в 1992 г., или новых идей, которые потеснили старые по всем направлениям. Революционное развитие теории в 1952–1973 гг. трансформировало практику инвестирования настолько глубоко, что мир уже никогда не вернется к прежнему состоянию. Все новые теоретические разработки опираются именно на эти Фундаментальные Идеи.

Несмотря на жесткость допущений о рациональности инвесторов и роли информации, гипотеза эффективного рынка остается стандартом, на основе которого мы судим о поведении рынков и результативности менеджеров. В наши дни, как и в прошлом (а в некоторых отношениях намного меньше, чем в прошлом), лишь единицам удастся найти стратегии, позволяющие более или менее стабильно превосходить рынок. Хотя предложенный Марковицем рецепт конструирования портфелей предполагает, что мы не можем воспроизвести реальный мир, соотношение риск/доходность находится в центре всех инвестиционных решений. Не менее важен и сделанный Марковицем акцент на различии в долгосрочной перспективе доходности портфеля в целом и доходности отдельных составляющих его пакетов ценных бумаг. Бета модели оценки капитальных активов более не является единственным параметром риска — инвесторы не могут игнорировать различие между риском ожидаемой доходности того или иного класса активов и риском решений, связанных с получением более высокой доходности, чем у этого класса активов. Представление Модильяни–Миллера о фондовом рынке как о главном факторе, от которого зависит стоимость привлечения капитала компанией, было во многих смыслах интеллектуальной движущей силой грандиозного пузыря 1990-х гг. и причиной последующей волны скандалов, связанных с корпоративной отчетностью.

И, конечно, идеи Блэка–Шоулза–Мертон относительно оценки и возможностей деривативов, а также сущности волатильности, которые захватили рынки всех мыслимых активов по всему миру. Как отмечено в одном из последних исследований, из 500 крупнейших мировых компаний 92% используют деривативы⁸. Профессор Эдинбургского университета Дональд Маккензи охарактеризовал теорию ценообразования опционов как «математику... облеченную в плоть и кровь»⁹.



В процессе чтения не забывайте, что тот массив знаний, который является предметом этой книги, был накоплен всего за 21 год, в период с 1952 по 1973 г. Это замечательный момент*. Выстроенная теоретическая струк-

* В своей великолепной книге «Двигатель, а не зеркало: как финансовые модели формируют рынки» (An Engine, Not a Camera: How Financial Models Shape Markets, 2006, p. 389) Маккензи характеризует процесс как «каскад», в котором каждый новатор напрямую опирается на идеи своих предшественников.

тура была совершенно новой и практически не имела исторических корней. В истории идей очень мало подобных триумфальных шествий. Идеи Эвклида, Исаака Ньютона и Альберта Эйнштейна разделяют столетия, а развитие экономической теории от Адама Смита (1776 г.) до Давида Рикардо, Альфреда Маршалла, Карла Маркса (XIX век) и, наконец, до Джона Мейнарда Кейнса (1936 г.) заняло 160 лет.

Когда в начале 1989 г. я взялся за создание книги, все мои герои были еще живы, именно поэтому мне и хотелось рассказать о них. В те времена они были не только полны сил, но и с готовностью давали интервью и вели переписку. С той поры из жизни ушли трое: Мертон Миллер, Франко Модильяни и Фишер Блэк. Многие из этой когорты — Гарри Марковиц, Роберт Мертон, Мертон Миллер, Франко Модильяни, Майрон Шоулз и Уильям Шарп — стали лауреатами Нобелевской премии. В их число наверняка попал бы и Фишер Блэк, если бы в 1997 г., когда Шоулз и Мертон получали эту награду, он был с нами. Джек Трейнор, который занимает большое место в моем рассказе, также заслуживает звания лауреата Нобелевской премии, однако он не получил его из-за того, что так и не опубликовал свою новаторскую работу, посвященную модели оценки капитальных активов*.

Работа над этой книгой была не только увлекательной, я рассматриваю ее как великую честь.

Питер Бернстайн
Нью-Йорк,
март 2007 г.

* Я должен принести Джеку Трейнору свои извинения. На странице 184 первого издания книги «Фундаментальные финансовые идеи» я указал, что Трейнор «оставил Гарвардскую школу бизнеса в 1955 г.» Подобная формулировка создает впечатление, что он так и не закончил ее. На деле он не просто закончил ее, а получил диплом с отличием.

Некоторые особенности книги

Настоящая работа является продолжением истории, изложенной мною в книге «Фундаментальные идеи финансового мира: парадоксальные начала современной Уолл-стрит», которая вышла в свет в 1992 г. и посвящена главным образом теории. Я ссылаюсь на нее здесь как на «Фундаментальные идеи». В новой книге «Фундаментальные идеи финансового мира: эволюция» речь идет о превращении теорий в основу сегодняшнего инвестиционного бизнеса. В наши дни даже авторы Фундаментальных Идей занимаются вопросами их применения наряду с ведущими практиками. Если «Фундаментальные идеи» сфокусированы на бете, т. е. на поведении рынков и на формировании и оценке портфелей в зависимости от этого поведения, то в книге «Фундаментальные идеи финансового мира: эволюция» основное внимание уделяется альфе, т. е. достижению более высокой доходности по сравнению с каким-либо ориентиром. Проще говоря, в настоящей книге речь идет о применении теории на практике.

Я часто использую выражение «Фундаментальные Идеи», в котором оба слова начинаются с заглавной буквы. Под ним подразумеваются все теоретические аспекты, рассмотренные в «Фундаментальных идеях», — доминирующая роль риска при принятии решений, оценка активов на конкурентных рынках, сила диверсификации, высочайшие барьеры на пути желающих переиграть рынок, модель ценообразования опционов и т. п.

Иными словами, под Фундаментальными Идеями понимаются работа Гарри Марковица о принципах формирования портфелей, революционные взгляды Франко Модильяни и Мертона Миллера на корпоративные финансы и поведение рынков, модель оценки капитальных активов Шарпа–Трейнора–Моссина–Линтнера, толкование гипотезы эффективного рынка Юджином Фамой, и модель ценообразования опционов Фишера Блэка, Майрона Шоулза и Роберта Мертона.

Часть I

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ
ИДЕИ
И ПОВЕДЕНЧЕСКИЕ
ФИНАНСЫ

Где взять разум...

Великий экономист Альфред Маршалл начинает свой труд «Основы экономической науки» такими словами:

Экономическая наука... изучает ту сферу индивидуальных и общественных действий, которая теснейшим образом связана с созданием и использованием материальных основ благосостояния. Следовательно, это, с одной стороны, исследование богатства, а с другой, что важнее, — часть исследования самого человека.

«Основы экономической науки» Маршалла определили характер развития экономики в последующие полвека. Однако, несмотря на приведенные выше замечательные слова, в его книге основное внимание уделяется изучению богатства, а исследование человека находится на втором плане. В классической экономической науке человек предстает перед нами как некий робот, наделенный разумом. Более того, у Маршалла отсутствует важнейший компонент исследования человека — полемика в отношении будущего. В конце концов, после многолетней дискуссии концепция Маршалла была опровергнута его учеником Джоном Мейнардом Кейнсом в известной книге «Общая теория занятости, процента и денег», изданной в 1936 г.

Идеи, модели, концепции и системы, составляющие теоретическую структуру современной науки о финансах, которые в совокупности я называю Фундаментальными Идеями, возникли в период с 1952 по 1973 г. Почти все они обязаны своим появлением Маршаллу, и лишь немногие — Кейнсу. Фундаментальные Идеи выстроены на основополагающем допущении о том, что инвесторам ничто не мешает принимать оптимальные решения, несмотря на противоречивые факты, слухи, изменчивость и неопределенность окружающего мира.

С течением времени противоречие между абстрактной концепцией человеческой рациональности и грубой реальностью нашей жизни лишь усиливалось. Что мы знаем о том, как люди принимают решения и делают выбор?

Насколько велик разрыв между теоретическими допущениями и реальностью? К каким последствиям он приводит?

Хотя ответы на подобные вопросы всегда важны для понимания поведения инвесторов и влияния их действий на состояние финансовых рынков, никто — вплоть до середины 1960-х гг. — не брался за системный поиск решения. Попытку сделать это предприняли основоположники теории, известной ныне как поведенческие финансы. Это произошло случайно, когда Дэниел Канеман и Амос Тверски — научные сотрудники кафедры психологии Еврейского университета в Иерусалиме — обменялись мнениями о своей работе и наблюдениях. Их последующее сотрудничество, скрепленное дружескими отношениями, дало щедрые плоды — ученые создали модель формирования суждений и принятия решений в условиях неопределенности*. В основу их работы легло изучение поведения человека.

Как Канеман и Тверски отметили в 1992 г.: «Теории выбора в лучшем случае неточны и фрагментарны... Выбор — это конструктивный, зависящий от многих обстоятельств процесс. Люди, столкнувшись со сложной проблемой... прибегают к упрощениям и корректируют действия»¹. В результате в процессе принятия решений многие допущения Фундаментальных Идей не выполняются.

Было бы неверно упрекать Канемана и Тверски в попытках обвинить род людской в иррациональности. Они никогда не ставили подобной цели, это ясно видно из автобиографии Канемана: «Представление нашей работы как масштабное наступление на способность человека к рациональному мышлению, а не простая критика незыблемости модели рациональности, привело к появлению множества противников, безапелляционно и в жесткой форме отвергающих ее»². Канеман так объяснил мне проблему: «Недостаток рациональной модели заключается в том, что... для ее воплощения необходим разум. Однако где взять такой разум, который соответствует этой модели? Каждый из нас должен знать и *понимать* все, полностью и мгновенно»**. Еще яснее Канеман изложил свою позицию в одной из научных работ:

Я решительно отвергаю любые попытки представить нашу работу как доказательство человеческой иррациональности. Я постоянно объясняю, что исследование эвристик и предубеждений лишь опровергает нереалистичную концепцию рациональности, представляющую рациональность как абсолютно непротиворечивую сущность... Я считаю, что при изучении предубеждений в суждениях следует уделять внимание взаимодействию интуитивного и логического мышления, в результате которого отклонения в суждениях могут как приниматься, так и отвергаться или корректироваться³.

* А. Тверски умер в 1996 г. в возрасте 59 лет. Д. Канеман в настоящее время профессор Принстонского университета. В 2002 г. он стал лауреатом Нобелевской премии по экономике.

** Если не указано иное, то цитата заимствована из интервью или личной переписки.



Индивидуальные и совместные работы Канемана и Тверски содержат внушительный перечень фактов, идей и самоочевидных постулатов человеческого поведения в процессе принятия решений. Наибольший интерес вызывает инновационная сущность сделанных ими открытий. Рассмотренные особенности человеческой природы существовали всегда, однако раньше никто не обращал на них внимания. Работы Канемана и Тверски вдохновили на изучение этой проблематики не только исследователей и теоретиков, но и практиков.

Оставшаяся часть этой главы посвящена краткому изложению теории поведенческих финансов. Ее положения очень интересны для применения в практике инвестирования. Кроме того, они позволяют нам взглянуть на себя со стороны.

Фактически вопрос звучит так: в какой мере поведенческие финансы дискредитируют стандартные теории и модели экономической науки? Сделала ли критика рациональной модели и демонстрация ее неработоспособности на практике бесполезной или устаревшей мою книгу «Фундаментальные идеи»? Или, если взглянуть на проблему с практической точки зрения, приближают ли нас поведенческие финансы к получению альфы, т. е. к повышению доходности инвестиций с учетом риска?

Не стоит спешить с выводами пока не изучены все факты, однако в свое время мы обязательно сделаем их.

Прежде чем двигаться дальше, замечу, что до этого момента мы говорили лишь о том, какое значение положения теории поведенческих финансов имеют для нас как для инвесторов. Вместе с тем существует и более глубокая проблема, которую Джон Кэмпбелл с кафедры экономики Гарвардского университета сформулировал в январе 2006 г. в обращении к Американской финансовой ассоциации следующим образом.

Даже в условиях эффективного формирования цен активов инвестиционные ошибки могут очень серьезно сказаться на благосостоянии американских семей... Они способны значительно уменьшить потенциальные выгоды нынешнего периода финансовых инноваций... Если удастся понять причины инвестиционных ошибок в сфере семейных финансов, то можно будет подумать и о путях сокращения убытков от таких ошибок*.



История, которую поведал Канеман на церемонии вручения ему Нобелевской премии, служит типичным примером «упрощений и корректировки действий», используемых в процессе выбора при решении сложных проблем.

* Campbell (2006).

Он рассказал об эксперименте с двумя группами людей. Обеим группам был предложен одинаковый набор возможных решений, но в разной форме, и это привело к совершенно непохожим результатам.

Канеман предложил участникам эксперимента представить, что их обществу грозит опасная эпидемия. По расчетам экспертов, если ничего не предпринимать, то погибнут 600 человек. Эксперты предложили две программы действий.

Программа А позволяет спасти 200 человек. Программа В оставляет две возможности: спасти всех (вероятность $\frac{1}{3}$) или потерять всех (вероятность $\frac{2}{3}$). Как оказалось, подавляющее большинство участников эксперимента предпочли Программу А, заявив, что в Программе В слишком высок риск. Уверенность в том, что 200 человек будут точно спасены, оказалась предпочтительней возможности потерять всех с вероятностью $\frac{2}{3}$.

Затем Канеман поставил ту же задачу перед другой группой, но изменил условия. Программа С предполагала гибель 400 человек. Программа D оставляла две возможности: спасти всех (вероятность $\frac{1}{3}$) или потерять всех (вероятность $\frac{2}{3}$). В этом случае участники выбрали Программу D — связанный с нею риск выглядел предпочтительнее гарантированной гибели 400 человек.

Как объяснить различия в реакциях на идентичные, но по-разному представленные ситуации? Канеман говорит, что пока никто не выработал идеального подхода к принятию решений в условиях неопределенности. Делая выбор и принимая решения, мы отдаем предпочтение определенности, даже если неопределенность результатов не очень высока. В первом случае уверенность в спасении 200 человек из 600 казалась «очень привлекательной». Во втором случае гарантированная гибель 400 из 600 человек выглядела «совершенно неприемлемой».

Канеман и Тверски определили подобные несоответствия при принятии решений как «отсутствие инвариантности», которое проявляется во всем многообразии при изменении исходных установок*. Инвариантность предполагает, что если А предпочтительнее В, а В предпочтительнее С, то рационально мыслящий человек должен выбрать А. Если рациональное решение в первом случае нашего примера — это гарантированное спасение 200 человек, то и во втором случае рациональным решением должно быть гарантированное спасение 200 человек.

Канеман и Тверски используют термин «фрейминг» для описания подобных случаев отсутствия инвариантности. В примере с опасной болезнью первая группа сфокусировала внимание на том, сколько человек выживет, а вторая — на том, сколько человек может умереть. В речи на церемонии вручения Нобелевской премии Канеман определил фрейминг как «пассивное принятие заданной формулировки» и заметил, что «инвариантность недопустима только ограниченному разуму»⁴.

* См., в частности, Thaler (1991). В этой работе представлено много примеров отсутствия инвариантности и фрейминга.



Ричард Талер из Чикагского университета, один из самых ранних и способных последователей Канемана и Тверски, однажды привел занятный пример отсутствия инвариантности в денежных вопросах. Талер предложил своим студентам представить, что они выиграли \$30. Затем им нужно было выбрать одно из двух: бросить монетку (и получить еще \$9, если выпадет орел, или отдать \$9, если выпадет решка) либо не бросать монетку. Бросить монетку решили 70% студентов. На следующем занятии Талер предложил студентам представить, что их начальный капитал равен нулю, а выбрать нужно было один из следующих вариантов: бросить монетку (и получить \$39, если выпадет орел, или \$21 — если решка) либо не бросать ее и гарантированно получить \$30. Только 43% студентов согласились бросить монетку, большинство же предпочли гарантированный выигрыш.

Если сопоставить оба случая, то видно, что размер выигрыша одинаков. Начинаете вы с \$30 или с нуля, вероятный выигрыш в \$39 или в \$21 каждый раз противопоставляется гарантированной сумме в \$30. Студенты, однако, проявляют разные предпочтения, демонстрируя отсутствие инвариантности. Талер назвал это несоответствие «эффектом исходного богатства». Если у вас в кармане есть деньги, вы склонны рисковать. Если же в кармане пусто, то вы предпочтете гарантированно получить \$30, а не играть, рискуя получить всего лишь \$21»⁵.

В реальном мире эффект исходного богатства имеет немаловажное значение. Состоятельные инвесторы готовы идти на серьезные риски, поскольку могут позволить себе существенные потери, а инвесторы с небольшими ресурсами предпочитают консервативную стратегию из опасения потерять то, что у них есть. И те, и другие действуют против логики. Состоятельный инвестор и без того богат, чтобы рисковать. Потеря у малоимущего вряд ли круто изменит его жизнь, однако выигрыш мог бы открыть для него новые перспективы.

Еще один пример искажений, вызванных фреймингом, был получен в ходе эксперимента, проведенного в 2001 г. Талером и его коллегой Шломо Бенарци из Калифорнийского университета⁶. Участники эксперимента были разделены на три изолированные друг от друга группы. Каждой группе предоставили возможность распределить пенсионные накопления между двумя инвестиционными фондами. Первой группе предложили фонд акций и фонд облигаций, второй группе — фонд акций и сбалансированный фонд (акции плюс облигации), а третьей группе — фонд облигаций и сбалансированный фонд.

Несмотря на то, что распределение пенсионных активов должно быть примерно одинаковым, структура портфелей в группах оказалась разной. Разница объяснялась популярностью выбора «50 на 50»: он соответствует здравому смыслу, он создает впечатление диверсификации, он не предполагает сложных решений при выборе структуры распределения активов.

В результате сложилась очень интересная картина. В первой группе (фонд акций и фонд облигаций) 54% средств пришлось на акции. Во второй группе (фонд акций и сбалансированный фонд), участники которой также предпочитали распределение «50 на 50», 73% средств пришлось акции и только 27% на облигации, поскольку половину портфеля сбалансированного фонда составляли акции. В третьей группе (фонд акций и сбалансированный фонд) 65% средств пришлось на облигации и только 35% на акции.

Данный эксперимент наглядно продемонстрировал эффект фрейминга при принятии решений. Правильнее было бы оценить ожидаемую доходность и риск каждого класса активов, а также проанализировать базовую структуру сбалансированного фонда. Хотя равномерное распределение средств между классами активов не всегда оптимально, подобный подход вполне приемлем для человека, не имеющего опыта инвестирования и не понимающего различия между соотношениями риск/доходность для акций и облигаций. Фактически определяющим фактором стала форма постановки задачи. Большинство участников проекта не захотели разбираться со структурой активов сбалансированного фонда и признавать, что их выбор далек от заветных «50 на 50».

Следует отметить, что эксперимент был не просто попыткой узнать, как фрейминг влияет на подход людей к проблеме выбора. Распределение «50 на 50» часто используется в крупном пенсионном фонде TIAA-CREF, обслуживающим университеты. Но там всегда можно получить профессиональную консультацию, позволяющую избежать упрощений фрейминга и понять, какая структура наилучшим образом отвечает потребностям клиента. Более того, один из известных создателей теории финансов, которому посвящена глава в этой книге, признался недавно, что свои активы в фонде TIAA-CREF он распределяет по принципу «50 на 50».



Сторонники поведенческих финансов в значительной мере опираются на работы и идеи Канемана и Тверски. Они сделали свойственную людям склонность к отсутствию инвариантности, фреймингу и иллюзии обоснованности главным пунктом критики допущений рациональной модели, т. е. сущности Фундаментальных Идей. Вопрос ставится так: *почему реальность настолько отличается от идеализированного мира, т. е. мира, для которого справедливы гипотеза эффективного рынка и модель оценки капитальных активов?* После того как мы найдем ответ на этот вопрос, возникает еще более важный вопрос: *помогают ли поведенческие финансы превзойти рынок?*

Хотя человек в отличие от животных обладает развитой способностью к логическому мышлению, при решении трудных вопросов он нередко прибегает к чему угодно, но только не к трезвому анализу ситуации и расчету. При этом многие уверены, что делают рациональный выбор. Никто наверняка не знает, что произойдет в будущем, поэтому принятие решений никогда

не бывает легким. С уверенностью можно сказать лишь одно — возможностей того или иного исхода всегда больше реальных исходов.

К примеру, температура четвертого июля обычно колеблется от 15 до 30 градусов. Даже если представить невероятное и допустить возможность точного определения диапазона, мы все равно не сможем предугадать реальную температуру в этот день. В большинстве случаев диапазон возможных вариантов намного шире, иногда он настолько широк, что мы даже не знаем всех возможных исходов. Иными словами, хороший прогноз — вовсе не тот, что дает точку или среднее. Он должен давать значимый для принятия решений и управления рисками *диапазон*.

Ситуация становится еще более напряженной, когда от принятого решения зависит наше благосостояние. Инвестиция — это, по сути, ставка на будущий результат. Мы вкладываем деньги сегодня в то, что в будущем должно принести доход. Но даже если нас ждет удача, и наши планы оправдываются, мы не знаем, какой окажется будущая покупательная способность денег. В результате неопределенности инвестиционных результатов мы можем как разбогатеть, так и разориться. Инвестирование — это чрезвычайно серьезное дело, а не азартная игра, как думают некоторые.

По выражению Канемана и Тверски, инвесторы, пытающиеся принять выгодные решения, испытывают «когнитивные затруднения»*. Зачастую богатыми становятся не самые умные люди. При некотором везении, если рынок не уничтожает их вложения сразу же, они могут присутствовать на рынке долгое время и создавать такие ценовые перекосы, которые отпугивают здравомыслящих инвесторов. Кейнс считал, что безумные цены могут держаться на рынке дольше, чем думает большинство**.



Йоги Берра однажды сказал, что очень трудно давать прогнозы, особенно если они относятся к будущему. Большую часть жизни мы занимаемся принятием решений в условиях неопределенности. Когда мы сталкиваемся с тем, что кажется чрезвычайно сложным, велик соблазн прибегнуть к упрощению, или эвристикам, которые облегчают принятие решения. Во многих случаях, в особенности в сфере инвестиций, мы сталкиваемся не только с неопределенностью, но и со сложностью. Однако упрощения, к которым мы прибегаем для устранения дилемм, приводят либо к неадекватной интерпретации информации, либо к отказу от всякой информации в пользу интуиции.

Интересное соображение по поводу того, как мы боремся со сложностями и неопределенностями, высказал Барр Розенберг из AXA Rosenberg, выда-

* Дискуссия относительно когнитивной функции с точки зрения структуры и функционирования мозга, а также относительно различий между так называемым рациональным и нерациональным принятием решений приведена в работе Cohen (2005).

** См. De Long et al. (1991).

ющийся ученый и один из самых ранних и убежденных сторонников Фундаментальных Идей: «Я заинтересовался рынками капитала, а не другими экономическими вопросами, потому что мир фондовых рынков отличается беспристрастностью. Иначе говоря, идеального инвестора волнует только доходность... Поведенческие финансы вносят здравое сомнение, утверждая, что реальный мир вовсе не беспристрастен». Позднее он добавил: «Как известно, поток будущих дивидендов настолько растянут во времени, что чутье должно играть основную роль при оценке»⁷.

Многие проблемы, с которыми мы сталкиваемся из-за чрезмерного упрощения и инстинктивных реакций, обусловлены ограниченностью нашего воображения, хотя иногда мы устанавливаем эти ограничения там, где они не нужны. Одно из самых опасных заблуждений — уверенность в том, что маловероятные события никогда не происходят. Вероятность «один из ста» выше нулевой. Переход через улицу может оказаться фатальным, даже если вы быстро бегаєте, а сильное землетрясение может произойти и в Сан-Франциско. Шанс попасть под машину невелик, если быстро перебежать улицу, а Сан-Франциско вряд ли завтра превратится в руины, однако вероятность сама по себе ничего не говорит о том, когда именно событие может произойти*.

Подобный подход — это лишь один из примеров того, как мы искажаем наше представление о реальности, чтобы облегчить себе жизнь. Мы сосредоточиваемся на краткосрочных результатах, потому что долгосрочные слишком неопределенны, да и живем мы сегодня и сейчас. Тем не менее понимание различия между краткосрочной и долгосрочной перспективой принципиально важно. Краткосрочный инвестор должен мириться с тем результатом, который есть. Долгосрочный инвестор, т. е. инвестор с высокой устойчивостью к волатильности, имеет возможность хеджировать риски неблагоприятных результатов. Например, он может купить защищенные от инфляции казначейские облигации. На протяжении года это приобретение никак не будет влиять на состояние инвестора, однако если инфляция сохранится в течение 20 лет, то облигации дадут существенный выигрыш.

И это не все. Мы склонны экстраполировать недавние изменения на долгосрочную перспективу, не задаваясь вопросом об их значимости в непрерывно меняющемся мире. Мы не желаем расставаться с предрассудками даже при их явном несоответствии действительности. Мы ведем себя непоследовательно, потому что последовательность требует слишком больших усилий. Боязнь пожалеть о принятом решении лишает нас способности рационально мыслить. Мы часто совершаем одну и ту же ошибку — прислушиваемся к тем, кто соглашается с нами, даже когда они знают меньше нас. Мы склонны идти на больший риск перед лицом потерь, и на меньший — при возможности выигрыша. Мы судим на основании обрывочной информации,

* Данная точка зрения и взаимосвязанные вопросы рассмотрены в труде Майкла Мобуссена (Mauboussin, 2006), директора по исследованиям компании Legg Mason & Co.

недостаточной для обобщений, на основании которых можно принимать решения. Это обычно происходит из-за того, что другая информация нам недоступна.

Тем не менее мы безапелляционно верим в правильность собственных суждений, хотя полагать, что нам известно больше, чем остальным участникам рынка, очень рискованно. У многих из них более полная информация, и они лучше нас понимают ситуацию. Канеман так описывает данный феномен: «Особенностью людей является не склонность к ошибочным суждениям, а интуитивное поведение. В своих действиях они опираются не на расчет, а на видение ситуации в текущий момент»⁸.

Последствия подобного поведения могут стоить очень дорого. Так, Терренс Один и Брэд Барбер из Калифорнийского университета проанализировали торговые операции по клиентским счетам у крупных дисконтных брокеров. Оказалось, что проданные акции с завидной регулярностью демонстрировали более высокую доходность, чем купленные взамен⁹.

Индивидуальные инвесторы не одиноки — от них не отстают высокообразованные инвестиционные менеджеры пенсионных фондов, благотворительных организаций, университетских фондов. Амит Гойял и Сумил Вархал из Университета Эмори в период с 1994 по 2003 г. исследовали способность почти 3700 корпоративных пенсионных фондов подбирать внешних инвестиционных менеджеров. За указанный период эти фонды передали во внешнее управление в общей сложности более \$700 млрд. Они нанимали менеджеров, демонстрировавших высокие результаты на протяжении предыдущих трех лет, и отказывались от менеджеров с низкой результативностью.

Результат был таким же, как и у индивидуальных инвесторов, поведение которых изучали Один и Барбер: «Если бы фонды оставили старых менеджеров, то доходность была бы выше». Кроме того, отказ от смены менеджеров позволил бы избежать дополнительных расходов, связанных с изменением стиля управления¹⁰.

Одним словом, все мы люди, и ничто человеческое нам не чуждо. Финансовая теория должна учитывать это неоспоримое обстоятельство. Однако как отразится на гипотезе эффективного рынка и прочих концепциях тот факт, что поведенческие финансы достаточно точно описывают реальность? Можно ли утверждать, что поведенческие аспекты делают рынок неэффективным? Проще говоря, сколько мы как инвесторы сможем заработать, если внимательно изучим все те любопытные истории, которые нам предлагают поведенческие финансы? Поиску ответов на эти вопросы посвящена оставшаяся часть этой главы.



Конечно же, исследования Канемана и Тверски привлекли внимание ученых, работающих в сфере финансов и стремящихся получить новые знания о функционировании рынков капитала и о механизмах принятия

решений инвесторами*. Одним из первых последователей идей Канемана и Тверски стал Ричард Талер, чья работа об эффекте исходного богатства уже упоминалась. Талер в настоящее время является одним из ведущих ученых в сфере поведенческих финансов. Некоторое время он преподавал в Корнеллском университете и в Массачусетском технологическом институте, а в 1995 г. получил звание профессора бихевиоризма и экономики в Школе бизнеса Чикагского университета. Юджин Фама и его коллеги, учившиеся там, получили очень много от этого выдающегося ниспровергателя истин.

Талер занимался психологией еще до того, как узнал о трудах Канемана и Тверски. В начале 1970-х гг., работая над докторской диссертацией в Рочестерском университете, где рациональная теория не подвергалась сомнению, Талер задумался над тем, как измерить стоимость человеческой жизни. По его мнению, для этого нужно было узнать, сколько люди готовы заплатить за спасение человеческой жизни. Талер стал интересоваться, во что оценивают собственную жизнь его друзья и студенты.

Он задавал два вопроса. Во-первых, сколько человек готов заплатить за *устранение* риска немедленной смерти, равного одной тысячной? Во-вторых, за сколько человек готов *принять* риск немедленной смерти, равный одной тысячной? Разница в ответах ошеломила его.

В целом ответы сводились к заявлению: «За устранение ничтожной вероятности немедленной смерти я не отдал бы больше \$200, а принять дополнительный риск, пусть и ничтожный, не согласился бы даже за \$50 000». По словам Талера, подобная разница между ценой покупки и ценой продажи *очень неожиданна*.

Маховик начал набирать обороты. Талер составил список примеров «аномального поведения», т. е. поведения, которое шло вразрез с предсказаниями стандартной модели финансов. Выявленные отклонения ученый описал в 1976 г. в одной из своих работ, которую распространял, по его словам, неофициально «среди коллег, которым хотел досадить». Спустя некоторое время Талер встретился с двумя молодыми исследователями, знакомыми с постулатом Канемана и Тверски о том, что аномальное с точки зрения рациональной модели поведение часто является нормальным и что именно рациональное принятие решений следует считать исключением.

Один из этих ученых прислал Талеру работу Канемана и Тверски под названием «Принятие решений в условиях неопределенности: эвристики и предубеждения». Позднее она стала вступлением к книге под тем же названием, которую редактировали Канеман и Тверски¹¹. По словам Талера, после прочтения этой работы он с трудом мог сдерживать эмоции. Через год Талер познакомился с Канеманом и с Тверски, и с тех пор началось их плодотвор-

* В главе 17 «Концептуальный патруль» моей книги «Против богов: укрощение риска» (Олимп-Бизнес, 2006) работы в области поведенческих финансов рассматриваются очень подробно. Я использую здесь приведенные в ней выкладки.

ное сотрудничество. Талер стал автором четырех известных книг, посвященных поведенческим финансам, среди которых «Проклятие победителя: парадоксы и аномалии экономической жизни» (The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies of Economic Life) и «Квазирациональная экономическая теория» (Quasi-Rational Economics)¹².

Взгляды Талера на рациональность схожи со взглядами Канемана и Тверски, но он выражает свои мысли более живым языком. Канеман писал: «Я решительно отвергаю любые попытки представить нашу работу как доказательство человеческой иррациональности. Я постоянно объясняю, что исследование эвристик и предубеждений лишь опровергает нереалистичную концепцию рациональности, представляющую рациональность как абсолютно непротиворечивую сущность». Талер выражает ту же мысль гораздо проще: «Люди вовсе не законченные идиоты, но они и не гиперрациональные машины».

В 1957 г. лауреат Нобелевской премии Герберт Саймон предложил более мягкий и точный эквивалент того, что Талер назвал промежуточным состоянием между законченным идиотизмом и гиперрациональностью машин. Саймон сформулировал концепцию «ограниченной рациональности»¹³. С его точки зрения, люди, сталкивающиеся с неопределенным будущим, *пытаятся* принимать рациональные решения, однако нередко не могут сделать этого, поскольку процесс требует слишком больших усилий, а разнообразие возможных исходов слишком велико. Рациональный анализ всегда дает решение. В своих более поздних работах Канеман уделяет значительное внимание концептуальным находкам Саймона.



Талер был не только теоретиком, но и практиком. Вместе с Расселлом Фуллером он учредил компанию по управлению инвестициями Fuller & Thaler. Фуллер — сторонник теории поведенческих финансов, председатель департамента финансов Университета штата Вашингтон, аналитик по ценным бумагам на Уолл-стрит и автор учебника по инвестированию. Дэниел Канеман является внешним директором этой компании.

Об инвестиционных результатах компании Fuller & Thaler стоит сказать отдельно, поскольку в ней на практике применяется теория поведенческих финансов под руководством светил в этой области. Компания пытается получить доходность выше рыночной за счет возможностей, связанных с переоценкой инвесторами негативной информации и недооценкой позитивной. Такой подход сочетается с традиционными фундаментальными исследованиями и анализом ценных бумаг.

Компания предлагает целый ряд стратегий от инвестирования в крупные компании до инвестирования в так называемые микрокомпании, международное инвестирование в крупные и небольшие компании, рыночно-нейтральное инвестирование в крупные американские компании, а также

международную длинную/короткую стратегию. Наиболее активно Fuller & Thaler работает в секторе небольших компаний.

Хотя в конце 2005 г. активы под управлением компании оценивались лишь в \$4 млрд, исторические результаты инвестирования впечатляют. По состоянию на 30 сентября 2006 г. все стратегии за исключением двух значительно превзошли ориентиры (обычно рыночные индексы). Две стратегии, которые продемонстрировали доходность ниже рыночной, начали применяться лишь недавно. Во всех без исключения случаях коэффициент Шарпа (отношение совокупной доходности к волатильности) был сравнительно высоким.

Назовем пять стратегий, применявшихся на рынке дольше других, и год начала их использования: инвестирование в акции роста небольших и средних компаний (1992 г.), инвестирование в акции небольших и средних компаний (1996 г.), инвестирование в акции стоимости небольших компаний (1996 г.), рыночно-нейтральное инвестирование в крупные компании (2000 г.) и инвестирование в акции микрокомпаний (1999 г.). Эти стратегии с начала применения до третьего квартала 2006 г. демонстрировали следующую доходность после вычета вознаграждений за управление по сравнению с ориентирами, которые не предусматривают выплату вознаграждения за управление.

	Годовая доходность, %			
	Стратегия	Ориентир	Превышение доходности	Годы с более высокой доходностью
Инвестирование в акции роста небольших и средних компаний	15,7	8,4	+7,2	10/15
Инвестирование в акции небольших и средних компаний	14,9	11,4	+3,5	6/11
Инвестирование в акции стоимости небольших компаний	17,2	13,4	+4,5	6/11
Рыночно-нейтральное инвестирование в крупные компании	6,2	3,0	+3,2	6/7
Инвестирование в акции микрокомпаний	26,6	8,4	+18,2	6/8

Данные по результатам компании Fuller & Thaler любезно предоставлены Расселлом Фуллером.

Инвестирование в акции микрокомпаний принесло самые высокие результаты — 105% в 1993 г., 94% в 1999 г. и 50% в 2001 г. Другие стратегии также превзошли ориентиры по результатам большинства лет.

На первый взгляд данные, приведенные в таблице, однозначно указывают на преимущества применения принципов поведенческих финансов на реальных рынках капитала. На самом деле это не совсем так.

Наиболее впечатляющие результаты Fuller & Thaler получила на рынках небольших компаний с рыночной стоимостью от \$50 млн до \$4 млрд. Однако

средняя капитализация 500 компаний, составлявших индекс Standard & Poor's в середине 2005 г., превышала \$20 млрд. Половина компаний, входящих в индекс, имеют рыночную стоимость более \$10 млрд. Самая маленькая компания оценивается на рынке в \$500 млн. Большинство крупных институциональных инвесторов предпочитают вкладывать средства именно в эти компании.

Существует немало подтверждений того, что сектор небольших компаний менее эффективен, чем сектор крупных компаний. А как известно, недооценка или переоценка акций может быть намного значительнее и продолжаться намного дольше на рынках, где инвесторы не отличаются информированностью и слабо подготовлены, и где относительно высокие транзакционные издержки ощутимо снижают ожидаемую доходность. Более того, количество акций, доступных на излюбленных рынках Fuller & Thaler, слишком мало для крупных инвесторов. Fuller & Thaler не только создает впечатление высокоинтеллектуальной компании, но и является таковой, однако она почти не сталкивается с конкуренцией при поиске инвестиционных возможностей. Она также старается избегать крупных вложений туда, где их можно потерять: сектор микрокомпаний закрыт для новых инвесторов, а по состоянию на середину 2005 г. три стратегии инвестирования в микрокомпания по имеющейся информации «практически исчерпали свои возможности»¹⁴.

В последнее время компания Fuller & Thaler довольно успешно экспериментирует с более крупными компаниями, международными инвестициями, длинными/короткими стратегиями, однако она работает в этих областях не настолько долго, чтобы давать обоснованные оценки. Хорошие результаты стратегии рыночно-нейтрального инвестирования в крупные американские компании, несмотря на относительно небольшой срок применения (с 2000 г.), говорят о ее перспективности.

Сказанное, вместе с тем, не дает ответа на важный вопрос: действительно ли успех Fuller & Thaler является результатом игры на поведенческих аномалиях? Другими словами, действительно ли изучение поведенческих аномалий помогает компании находить выгодные инвестиционные возможности, т. е. недооцененные по прихоти нерациональных инвесторов активы? Определенного ответа нет, но сам вопрос слишком значим, чтобы отбросить его без дополнительного расследования и обсуждения. Именно этому посвящена следующая глава.

Парадокс поведенческих финансов

«Неоклассическая теория — теория акул»

Теория поведенческих финансов утверждает, что большинство инвесторов, принимая решения, не могут или не хотят спокойно, беспристрастно, с учетом всей доступной информации анализировать ситуацию, т. е. так, как это предполагают модель оценки капитальных активов и гипотеза эффективного рынка. Компания Fuller & Thaler работает как раз в том секторе, который предпочитают так называемые шумовые трейдеры. Фишер Блэк в работе, опубликованной в 1986 г., противопоставляет шум и полезную информацию¹. Шумовые трейдеры покупают и продают на основании того, что они считают обоснованным мнением и анализом, однако чаще всего их решения опираются на ложную в самом широком смысле информацию. Классический пример шумового эффекта — это взлет акций компании Computer Literacy, Inc. в течение одного дня на 36% в результате простого изменения названия на fatbrain.com (реальный случай, произошедший 29 марта 1999 г.)².

Действия множества шумовых трейдеров ведут к серьезному искажению цен активов, а раз так, то все, прочитавшие и применившие на практике труды Канемана и Тверски, должны были разбогатеть. Но много ли народу разбогатело подобно клиентам Fuller & Thaler? Даже Блэк в своей работе отмечает в присущем ему стиле: «...шум, с одной стороны, создает возможности для прибыльной торговли, однако одновременно осложняет прибыльную торговлю».

В каждый момент времени существует немало инвесторов, которые превосходят рынок, ведь «рынок», по сути, — усредненный результат всех участ-