



Давид Кохен

Страх, алчность и паника на фондовом рынке

Текст предоставлен правообладателем
http://www.litres.ru/pages/biblio_book/?art=2452585
Страх, алчность и паника на фондовом рынке: СмартБук : И-трейд; М.:; 2009
ISBN 978-5-9791-0155-2

Аннотация

В этой книге автор пытается аргументировать точку зрения, что для понимания рыночного механизма и получения максимальной отдачи от имеющихся у нас возможностей работы на финансовых рынках, необходимо понимать относящуюся к этой сфере психологию. Поэтому сейчас самое время взглянуть на психологию рынков и попытаться более детально разобраться в огромном количестве факторов, которые большинством аналитиков или игнорируются, или признаются лишь на словах без детального изучения. К этим факторам относятся алчность, страх, потребность в защищенности, информационная перегрузка, боязнь математики, давление со стороны людей своего круга, излишний оптимизм, отрицание совокупности фактов, конкурентоспособность, восприятие технологических изменений и путаница с определением собственных целей. Приведенные в книге тесты позволят инвесторам определить уровень их финансовых навыков. В мире, где деньги имеют значение, а многие из нас не очень разбираются в финансовых вопросах, понимание своего психологического отношения к инвестированию пойдет только на пользу. Предназначена для широкого круга читателей, интересующихся вопросами инвестиций, трейдинга и функционированием современных финансовых рынков.

Содержание

Об авторе	4
Введение	5
Отдельный случай буйного помешательства или история безнадежного неудачника	7
Денежные табу	9
Приключение с акциями Poseidon	12
Подведение итогов или вопрос «апостериорной самонадеянности»	14
Кризис 2001	16
Глава 1. Тысяча способов остаться без штанов	21
Необходимая вам история спекулятивных маний	22
Деньги – корень зла, или тюльпаномания 1633—1637	25
«Акционерный капитал» и Пузырь Южных морей	27
Инвесторы ничему не учатся	30
«Реалист» и «мечтатель» – рассказ о Гае и Гее	31
Типичные различия	33
Великий железнодорожный бум XIX века	35
Земельный бум во Флориде – предупреждение Уолл-Стрит	37
Теория когнитивного диссонанса Фестингера	43
«Бычьи» рынки заполнены противоречиями	44
Глава 2. Психология денег и прибыли	46
Психоанализ и деньги	51
Критические суждения Фрейда о деньгах и его теория психосексуального развития	52
Оральный тип личности и грудной возраст	56
Мотивация стремления к прибыли	58
Страх и алчность	60
Психология конформизма и «шумовые» трейдеры	61
Глава 3. Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию	63
Конец ознакомительного фрагмента.	64

Давид Кохен

Страх, алчность и паника на фондовом рынке

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

и

Бенджамина Кохена (1908—1994),

любивших и ненавидевших

фондовый рынок

Об авторе

Дэвид Кохен – психолог, писатель и телерепортер. В своих работах он затрагивал темы психического здоровья и иммиграции, рассказывал о причинах, заставляющих людей делать ложные признания, маркетинговых приемах, ориентированных на детей, различных культурах, финансах, сигарах и пиратах. Его репортажи предназначались для телевизионных программ, совершенно противоположных программам Channel 4, *Sunday Business*, *Discovery*, *Harpers and Queens*, ITV и *New Scientist*. Из последних фильмов Кохена следует отметить фильм о Грейс Келли (Grace Kelly), снятый для Channel 4, и отмеченные призами ленты *The Madness of Children* («Детское помешательство») и *The Nuclear Game* («Ядерные игры»). Он также является автором книг *Psychologists on Psychology* («Психологи о психологии»), *The Development of Play* («Развитие игры») и ставших бестселлерами *How to Succeed in Psychometric Tests* («Как успешно пройти психометрическое тестирование») и *Bears and Bulls* («Медведи и Быки»). Кохен также надеется когда-нибудь написать хорошую поэму.

Введение

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

Ну..., знаете..., в общем-то не совсем так. Все эти магазины сообщали о росте объемов продаж, но этот рост оказался не таким большим, как ожидали аналитики фондового рынка. Многие аналитики мрачно шутят, что рынки сошли с ума, возможно, из-за дыр в озоновом слое над Уолл-Стрит. Ведь в старые золотые денечки котировки акций были стабильными, инвесторы благоразумными, а созданная еще нашими праотцами защитная сеть контролировала казино. Прошу прощения – фондовый рынок. Брокеры старой закалки были женофобами, расистами и часто пьяными после трех порций мартини, принятых во время ленча, но они, слава богу, были надежными. В финансах, как и во многих других отраслях, существует свой собственный миф о золотых временах.

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

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

Рынок испытывал тревогу. Цена Консолей, основных правительственных бумаг, и так уже была низкой. Но она должна вырасти. Некоторые люди уже знали, что Наполеон потерпел поражение. Натан прислонился к своей любимой колонне в торговом зале, невозмутимо осмотрелся и начал продавать. Он продавал Консоли тысячами. Цена упала. Он продал еще. Цена упала еще ниже. Он снова продал. И все последовали его примеру. Если уж Натан Ротшильд, имеющий самую лучшую сеть агентов и информаторов по всей Европе, продает, он, наверное, знает, что делает. А его действия могли означать лишь то, что Наполеон одержал победу.

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

Из этого можно сделать два вывода. Рынки всегда были волатильными, хотя, возможно, верно и то, что мы живем в период необычайно высокой волатильности. Политические аналитики отмечают, что избиратели в таких странах, как Великобритания и США, стали гораздо более непостоянными, чем прежде, и, возможно, тут есть некоторая взаи-

мосвязь. Второй вывод таков: Ротшильд проявил в своих сделках некоего рода психологическую интуицию, которая чаще ассоциируется с психоаналитиком Зигмундом Фрейдом. Семье Фрейда, не говоря уже о теории Фрейда, деньги иногда приносили поразительные проблемы.

В 1866 году, когда Зигмунду было 10 лет, его дядя Джозеф был арестован за изготовление 18 тысяч фальшивых российских рублей. Полиция подозревала, что это лишь верхушка айсберга, а «настоящий центр фальшивомонетчиков находится в Англии». Во время обыска в доме Джозефа Фрейда полиция нашла два подозрительных письма от кузенов Зигмунда, проживавших в Манчестере. Один кузен хвастался, что «удача будет сопутствовать нам и дальше», а во втором письме племянники просили дядю Джозефа «подыскать банк для ведения торговых операций, который мог бы обеспечить более значительный, более оперативный и более прибыльный торговый оборот». Именно эти строки были сочтены доказательством вины, и Джозеф Фрейд был приговорен к 10 годам тюремного заключения.

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

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

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

Отдельный случай буйного помешательства или история безнадежного неудачника

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

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

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

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

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

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

В последние 9 месяцев 2000 года на фондовых рынках происходили значительные колебания. В особенности это относится к индексу NASDAQ, в расчетную базу которого входят акции высокотехнологичных компаний, и японскому индексу Nikkei, упавшему в январе 2001 года до отметки 13100 с высоты более 20000 пунктов, достигнутой в конце

1998 г. 8 января 2001 года произошло самое большое падение индекса Dow Jones за все время его существования, а также индекса NASDAQ, в расчетную базу которого входят акции компаний сектора высоких технологий.

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

Шекели, тугрики, башли, капуста, лавэ, бабло, филы, бабки, зелень – сленговых словечек, обозначающих деньги, не меньше, чем словечек, обозначающих секс. Однако, деньги имеют для нас слишком важное значение, чтобы позволить себе проявлять облегченную рациональность по отношению к ним. Деньги обозначают статус, могущество, степень свободы. Многие из нас жалуются, что их постоянно не хватает. По данным опросов, 23% дневных мечтаний людей относятся к деньгам. Только о двух предметах мы мечтаем в дневное время больше, чем о деньгах. Это мечтания о еде и сексе.

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

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

Денежные табу

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

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

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

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

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

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

Самый первый пример инвестиционного совета можно найти в Талмуде. Раввины – а они являлись толкователями слова Господня – рекомендовали людям держать треть капитала в товарах, треть – в недвижимости, и треть – в наличных. Наверное, Господь дал правильный совет. И уж точно гораздо более правильный, чем советы многих земных консультантов по инвестициям.

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

Проблема усугубляется еще больше объемом информации, которую инвесторам необходимо проанализировать. Сегодняшний трейдер имеет доступ к компьютерным системам, дающим возможность открывать на дисплее 28 отдельных окон, позволяющих в реальном

времени просматривать котировки акций на биржах всего мира. Мировой рынок никогда не спит. Финансовых рынков становится все больше, и на них торгуется все больше акций, облигаций, опционов, конвертируемых облигаций, производных финансовых инструментов, серебра, золота, беспозвоночных, варрантов, товаров, «бросовых» облигаций и фьючерсов на индексы. В результате мы имеем информационную перегрузку.

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

Одной из форм этой информации являются показатели динамики отдельных бумаг, секторов рынка и индексов, позволяющие инвесторам сравнивать их друг с другом. Критики всегда жаловались на очень сжатые временные рамки, которыми оперирует Сити. А теперь обильный поток информации делает эти временные рамки еще более сжатыми. Многие из тех, у кого я брал интервью для этой книги, говорили о «временном горизонте», звучавшем как термин из телесериала *Star Trek* («Стар Трек»). Индекс Footsie изменяется каждую минуту, и поэтому ваши действия по управлению финансами можно тоже оценивать поминутно. То, что предшествовавшие шесть месяцев были для вас успешными, не имеет никакого значения. Но если 7 июля в 13 часов 12 минут ваши действия окажутся на 1,7% хуже динамики конкретного индекса, у вас возникнут проблемы.

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

По вопросу реакции работников на изменяющиеся условия труда литературы очень много. А Сити до «Большого Рывка» 1986 года было одним из наиболее консервативных трудовых сообществ. Но с тех пор изменение условий происходило очень быстро. Крупные компании, такие как IBM, тратили огромные деньги на переподготовку персонала и выработку у сотрудников правильной реакции на изменения, поскольку изменения вызывают у людей тревогу. Однако, похоже, лишь немногие финансовые фирмы вложили деньги в подобные программы.

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

75% из них осуществляется через Интернет. Клиенты больше не звонят брокеру по телефону. Все поручения идут с дисплея на дисплей.

После ознакомления с последними номерами ведущих академических изданий в области финансов, таких как *Journal of Portfolio Management* («Журнал портфельного менеджмента»), *Financial Analysts Journal* («Журнал финансового аналитика») и *Journal of Finance* («Финансовый журнал»), становится ясно, что вопросам изучения результатов деятельности аналитиков стало уделяться гораздо больше внимания, чем когда-либо прежде. Уильям Кэбот (William Cabot), управляющий одного из ведущих американских фондов, написал в *Журнале финансового аналитика* (Cabot, 1998), что «многие, если не все менеджеры расстраиваются из-за того, что не могут переигрывать его (рынок) на более-менее долгосрочной основе». Кэбот признал, что, как и все остальные, «испытывает нервозность и беспокойство» из-за плохих результатов своего фонда в сравнении с итоговыми результатами рынка. Он также рассказал о некоторых трюках, используемых брокерами и фондами для приукрашивания отчетности.

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

Индивидуальные инвесторы также вынуждены приспосабливаться к происходящим на рынке изменениям. Как мы увидим далее, отношения индивидуальных инвесторов изучались поразительно мало. Гораздо больше изучалось, почему люди покупают жидкие моющие средства, чем вопрос, почему они покупают акции. Самые масштабные из проведенных опросов, результаты которых были опубликованы, во время которых людям задавался вопрос о мотивах инвестирования в акции, охватывали около 500 человек, поэтому по ним несколько затруднительно делать конкретные выводы. В этой книге я полагаюсь не только на эти опросы, но и на интервью, которые я брал, чтобы установить некоторые факты.

Приключение с акциями Poseidon

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

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

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

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

- Насколько эмоциональны инвесторы, и как это сказывается на их суждениях?
- Как работают механизмы алчности, страха и паники? Все ли подвержены им в одинаковой мере и одинаковым образом?
- Вызывают ли акции эмоциональные ассоциации, и если вызывают, как влияют эти ассоциации на стоимость акций? В Главе 9 я развиваю понятия «мокрых» (эмоционально нагруженных) и «сухих» (эмоционально нейтральных) акций и предлагаю интересные различия в их поведении.
- Почему аналитики часто игнорируют ключевые фрагменты информации?
- Почему инвесторам и даже профессиональным брокерам так трудно продавать акции, даже когда они знают, что надо продавать?
- Что влияет на наше отношение к риску? Почему один человек считает определенный риск сумасшедшим, а другому он представляется хорошим вариантом для сделки?
- Как строится работа брокеров и дилеров – людей, принимающих за нас финансовые решения?

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

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

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

Подведение итогов или вопрос «апостериорной самонадеянности»

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

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

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

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

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

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

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

Никто не говорит, что экономические факторы не играют роли, но я приведу доводы и в пользу того, что рынок также управляется психологией индивидуумов и зависит от их реакции на действия толпы, давление со стороны членов своего круга и собственных побуждений этих индивидуумов. Более ста лет экономисты говорят о «медведях» и «быках», относя к категории «медведей» людей, имеющих пессимистический настрой в отношении рынка, а к категории «быков» – рыночных оптимистов. Исследования последнего времени позволяют более детально разобраться в этом вопросе, а именно понять, почему так много брокеров склоняются к лагерю «быков». Это смесь индивидуальных особенностей и ситуации. Мы также прошли приличную часть 2001 года и можем посмотреть, как профессионалы рынка справляются с его падениями.

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

Кризис 2001

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

Тем не менее, через 10 лет после падения Горбачева Россия продвигается вперед, становясь рыночной экономикой. Президент Путин, несмотря на то, что когда-то был офицером КГБ, не препятствует экономическим реформам. Московский фондовый рынок все еще функционирует и даже показывает более хорошие результаты, чем NASDAQ.

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

Кристиан Диор открыл головной магазин прямо напротив Кремля, от чего Ленин, наверное, содрогнулся в своем мавзолее. Магазин Диора расположен в торговом комплексе, бывшим когда-то главным универсамом Москвы под названием ГУМ (или Glum – «мрачный», как именовали его представители Запада). В конце 1980-х полки ГУМа были как правило довольно пусты, а сегодня это залитый неонам, фешенебельный торговый центр, заваленный различными товарами. Купить может любой, имеющий наличные или кредитные карточки. Гипермаркеты меняют привычки обычных москвичей ходить по магазинам за продуктами питания, но, как ни странно, ведущая торговая сеть принадлежит туркам. Я обедал с одним ирландцем, прожившим в Москве семь лет и создавшим консорциум, скупивший большую часть советской стекольной промышленности за сумму значительно меньше одного миллиона долларов. В условия сделки были включены все патенты, разработанные советскими специалистами в этой области после Второй мировой войны, и офисное здание в центре Москвы. Джерри был в восторге. Да и вся мировая экономика должна быть в восторге. Россия и бывшие страны Восточного блока представляют собой новый общедоступный рынок с населением более 500 миллионов человек. Возможно, некоторые из этих экономик немного отстали, но чехи делают прекрасные автомобили, такие как «шкода», а у поляков и венгров экономики хорошо развиты и продолжают развиваться. И даже во многом несправедливо критикуемая Россия все еще остается единственной страной, не считая США, способной запускать людей в космос.

Согласно экономической теории, открытие для капитализма доступа на такие гигантские новые рынки должно бы было стать сильным импульсом. На деле довольно узкий мир фондовых рынков почти не ощутил никакого воздействия. «Бычий» рынок 1990-х двигался

вверх в основном на биотехнологиях, телекоммуникационных и информационных технологических прорывах.

Весной 1999 года, когда я начал писать первый вариант этой книги, бум рынка акций был в полном разгаре. А в феврале 2000 года, когда вышло первое издание моей книги в твердой обложке, уже возникло первое беспокойство. Возможно, цены акций поднялись слишком высоко. Начались интеллектуальные дебаты между аналитиками, утверждавшими, что происходит изменение экономических законов, и приверженцами традиционной теории, считавшими все это пузырем и пеной, грозившими неизбежным крахом. Оптимисты заявляли, что мы не только вошли в новую экономическую реальность, но и в фазу бесконечного роста. Технологические гении изобретут еще более чудесные устройства и штуковины, о которых потребители и не мечтали. А проблемы с занятостью ушли в прошлое как часть тех старых неблагоприятных времен, которых нам больше не увидеть.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Высказывались серьезные сомнения относительно того, найдутся ли миллионы покупателей на мобильные телефоны третьего поколения. British Telecom влезла в долги на £30 млрд. и вынуждена была продать некоторые очень интересные активы (повредив своим перспективам роста), потому что заплатила огромные деньги на правительственном аукционе за лицензии на мобильные телефоны. Британское правительство собрало за эти лицензии £22,5 млрд. Все рассчитывали на непрерывный рост рынка дополнительных услуг, предоставляемых владельцам сотовых телефонов. В XXI веке высоких скоростей и высоких технологий ваш статус определяется престижностью торговых марок, которыми вы пользуетесь. Только самые крутые обладают самыми новейшими моделями. В 1990-х так называемые первые «адоптеры» всегда спешили выставить на показ новейшие модели технических штук. Однако, аналитики стиля жизни отмечают появление нового скептицизма и даже пуританства. Борьба с брендами стала модной. Только посмотрите, какой успех имела книга Наоми Кляйн No Logo («Нет логотипам!») (Klein, 2000). Поэтому в наши дни сбитые с толку франты задаются вопросами, беспокоящими транснациональные корпорации. А нужен ли мне новейший высокоскоростной мобильник с выходом в Интернет? Смогу ли я быстрее

затащить в постель девушку, если она увидит, что я отправляю и получаю электронные письма с помощью наручных часов? Буду ли я чувствовать себя менее одиноким, если у меня будет возможность входить в Интернет во время поездки на метро? Так что, первые адаптеры теперь, возможно, перешли на второсортные вещички.

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

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

На деле даже самые лучшие экономические новости могут оказаться испорченными. С сентября 2000 года на Ближнем Востоке снова растет военная напряженность, связанная с продолжающимися столкновениями между израильтянами и палестинцами. А в Юго-Восточной Азии напряженность отношений между Китаем, Тайванем и Америкой достигла наивысшей точки за все время своего существования. Удивительно, но фондовый рынок Тель-Авива просел гораздо меньше, чем NASDAQ. Динамика акций высокотехнологичной израильской компании BATM была одной из наиболее сильных.

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

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

Уотсон заставлял всех студентов вести «учет своих действий», в котором они должны были анализировать свои слабые и сильные стороны. Я предлагаю два вопросника – один по вашему отношению к потребности в информации, и второй по вашему отношению к риску. Эти тесты позволят инвесторам определить уровень их финансовых навыков. В мире, где деньги имеют значение, а многие из нас не очень разбираются в финансовых вопросах, понимание своего психологического отношения к инвестированию пойдет только на пользу.

Я надеюсь, что к концу книги читатели увидят, как все эти факторы работают в теории и на практике, и поймут, как надо анализировать свои сильные и слабые стороны при самостоятельном инвестировании, инвестировании по поручению других людей, а также, если они только начинают подумывать об инвестировании. Лично я лишь смиренно следую в кильватере Талмуда, поскольку, когда раввины писали эту книгу, они внесли в нее поис-

тине божественные рекомендации и лучшие инвестиционные стратегии, имея целью дать праведным людям аналогичные ключи к пониманию сути вопроса.

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

Глава 1. Тысяча способов остаться без штанов

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

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

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

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

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

Необходимая вам история спекулятивных маний

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

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

В Англии некое подобие фондового рынка зародилось в конце XVII века в кофейнях, таких как «У Джонатана» и «У Гаррауэйя», расположенных вблизи аллеи Иксчейндж, но люди с подозрением относились к новой профессии «биржевого джоббера», торговавшего акциями. Закон парламента, принятый в 1697 году, установил жесткий контроль над этой деятельностью из-за опасений, что биржевые спекуляции могут нанести «разрушительный» вред. Но все эти страхи не помешали в начале XVIII века раздуться Пузырю Южных морей, когда в 1720 году люди ринулись вкладывать деньги в торговлю на Тихом океане.

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



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

Когда я начал писать эту книгу, наиболее свежим из этих пузырей был бум японского фондового рынка в 1980-х. Тогда индекс Nikkei 225, являющийся ведущим фондовым индексом Токийской биржи, почти достиг отметки 35000. А в апреле 1999 года его вес составлял менее 50% от той величины. За период с весны 2000 года до зимы 2001 акции высокотехнологичных компаний перешли в еще более крутое снижение. NASDAQ потерял 54%. Упали и акции таких компаний, как Eidos. Акции этой компании, выпускающей компьютер-

ные игры по мотивам фильмов с участием Лары Крофт, упали с 800 пенсов ниже 250 пенсов. Акции Kingston Communications, оператора телефонной сети г. Гуль, упали с £10 в район £1,40. Ажиотаж 2000 года по акциям высокотехнологичных компаний имел массу признаков пузыря.

Со времени последнего пузыря прошло слишком мало времени, чтобы писать исторические исследования на эту тему, но по более древним «спекулятивным маниям» есть некоторое количество работ. Журналист викторианской эпохи Чарльз Макей (Charles Mackay, 1852) в своей работе *History of Extraordinary Popular Delusions* («История необычайно массовых заблуждений») рассматривает три эпизода, имевших место до 1850 года – тюльпаноманию, охватившую Голландию, пузырь Южных морей и земельный бум на Миссисипи 1718—1720 годов, соблазнивший парижан покупать земельные участки в Америке. Экономист Джон Кеннет Гэлбрейт (John Kenneth Galbraith, 1933) написал книгу *A Short History of Financial Euphoria* («Краткая история финансовой эйфории») и аналитическую работу по краху Уолл-Стрит 1929 г. Специалист по истории финансов Кинделбергер (Kindelberger, 1994) тоже писал о спекулятивных маниях. Карсвелл (Carswell, 1993) написал подробную историю пузыря Южных морей. Совсем недавно Эдвард Ченселлор (Edward Chancellor, 1999) в работе *The Devil Take the Hindmost* («К черту неудачников») дал занимательную оценку некоторым из этих маний. Но ни одно из этих исследований не было в полной мере психологическим.

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

За исключением земельного бума на Миссисипи, все остальные «спекулятивные мании» охватывали рынки, на которых инвесторы имели некоторый опыт. Вкладывая деньги, эти обеспеченные мужчины и женщины были уверены, что их действия в плане риска вполне благоразумны. Однако, я позволю себе высказать предположение, что мы никогда не сможем понять глубинных причин этих бумов, если будем считать, что в их основе лежат лишь элементарная алчность и грубый стадный инстинкт. К тому же, во всех спекулятивных лихорадках кто-то выигрывает, а кто-то проигрывает. Многие инвесторы вышли из этих маний с очень хорошими барышами, поскольку ажиотаж создавал прибыль. Проигравшими были те, кто или купил слишком поздно, или – что случалось гораздо чаще – не мог решиться вовремя продать, когда уже был в прибыли.

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

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

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

Деньги – корень зла, или тюльпаномания 1633—1637

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

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

В начале 1634 года один тюльпан стоил около 400 флоринов. За период с 1634 по 1635 год цена сначала удвоилась, потом утроилась, а затем удесятерилась. К середине 1635 года цены на тюльпаны уже котировались на биржах Роттердама, Хорна, Алкмара и Лейдена, а также Амстердама.

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

Цены на тюльпаны поднялись так высоко, что луковички стали продаваться на вес, измерявшийся перитами. Один перит весил меньше грамма. Тюльпан сорта «Адмирал Лифкен», весивший 400 перитов, стоил 4400 флоринов. Самым дорогим сортом был «Semper Augustus» («Вечный август»), цена которого доходила до 5500 флоринов. Один купец хотел купить всего одну луковичку редкого сорта «Вице-король» так сильно, что выменял ее (этим списком мы обязаны современнику того купца по имени Мунтинг) на: «два ластва пшеницы, четыре отборных быка, восемь отборных свиней, двенадцать отборных овец, две большие бочки вина, четыре большие бочки пива, две бочки масла, тысячу фунтов сыра, кровать со всеми постельными принадлежностями, комплект фешенебельной одежды и серебряную чашу для питья». Стоимость всего перечисленного составляла 2500 флоринов. Как недавно подсчитали, по сегодняшним деньгам это эквивалентно \$244000 (Hinshley, 1996).

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

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

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

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

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

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

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

Последствия были сложными. До краха одни покупатели иногда занимали деньги для покупки тюльпанов. Другие отдавали луковички тюльпанов в качестве залога под бравшиеся кредиты. Имевшие большое состояние в тюльпанах вдруг обнаружили, что владеют горами практически ничего не стоивших цветов. Голландское правительство отказывалось вмешиваться, заявляя, что привести в порядок всю эту неразбериху должны сами торговцы тюльпанами.

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

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

«Акционерный капитал» и Пузырь Южных морей

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

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

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

В статье, опубликованной недавно в *Journal of Economic History* («Журнал истории экономики») (1999), Кастро (Castro) и Ли (Lee) отмечают, что в лондонских кофейнях «совместными фондами» торговали как минимум с 1672 года. Само словосочетание «фондовая биржа» происходит от «совместных фондов», где фондами были акции. Кастро и Ли анализируют покупки и продажи акций двух торговых компаний XVII века – Королевской Африканской компании и Компании Гудзонова залива.

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

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

Именно на этом фоне интереса к акционерным компаниям и беспокойства в отношении спекуляций и была в 1710 году учреждена Компания Южных морей. Правительство Англии столкнулось с финансовым кризисом, и граф Оксфорд, а также другие богатые английские купцы согласились принять на себя государственный долг, составлявший в то время £10 миллионов. Чтобы Компания Южных морей могла выплачивать акционерам дивиденды, ей отчислялась некоторая часть таможенных пошлин, взимавшихся, к примеру, с таких товаров, как табак. Компания также получила монопольное право на торговлю со странами и

островами южных морей. В совет директоров компании входили известные и уважаемые люди, которые начали вести бизнес без всякого умысла надуть публику.

К 1710 году на аллее Иксчейндж уже установились определенные торговые процедуры. Ли и Кастро перерыли архивы Королевской Африканской компании и Компании Гудзонова залива и обнаружили ряд ювелиров, как например, Уильям Шепхерд, выступавших в роли брокеров и маркет-мейкеров. Шепхерд покупал и продавал акции упомянутых компаний, взимал за это комиссионные и часто держал небольшие пакеты акций, чтобы инвесторы всегда имели возможность купить их у него.

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

Компания Южных морей предложила инвесторам возможность на законных основаниях поучаствовать в освоении сказочных богатств. Люди были убеждены, что в Перу и Мексике находятся неисчерпаемые залежи золота и серебра, и жестокие дикари будут отдавать это золото и серебро в обмен на бисер и одежду. Ведь золото для них было безделушкой.

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

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

2 февраля в результате голосования победила Компания Южных морей, хотя член парламента Роберт Уолпол предупреждал, что в случае победы Компании Южных морей «опасная практика биржевой игры отвлечет внимание нации от нормальной торговли и производства. Она станет опасным соблазном, заманивающим в ловушку излишне доверчивых людей, которые могут разориться, вложив заработанные деньги в проект, обещающий иллюзорное богатство». Уолпол доказывал, что «уже самый первый принцип проекта является злом огромнейшей величины, поскольку предусматривает искусственный подъем стоимости акций путем подогрева настроений и поддержания общей одержимости обещаниями выплаты дивидендов из фондов, которых явно не хватит для этой цели».

Слово «одержимость», которое использовал Уолпол, было вполне подходящим. Он задавал вопросы, которые задал бы и хороший современный финансовый аналитик. Каким

образом компания предполагает получить необходимую ей прибыль? Каковы фактические объемы продаж?

На следующий день после получения контроля над государственным долгом акции Компании Южных морей выросли в цене со 130 до 300 фунтов. Затем билль должен был получить одобрение палаты лордов. Историки, считающие компанию надувательством, утверждают, что члены правления распустили еще больше бессовестных слухов, чтобы вызвать рост акций. Якобы между Испанией и Англией ведутся переговоры о новых соглашениях. Филипп вот-вот сделает новые уступки. Из Потоси в Лондон отправлено серебро на обработку.

Одним из наиболее интересных аспектов драмы южных морей был волновой эффект. Если в Голландии мания была сфокусирована на тюльпанах и только на них, в Англии Компания Южных морей вызвала рост интереса к другим акционерным компаниям, и в результате на свет появились сотни новых компаний. Среди наиболее занимательных была компания, специализировавшаяся на «торговле волосами». Специализация других была более осмысленной, как например, «импорт ореховых деревьев из Вирджинии» или «мощение лондонских улиц». А третьи были из области сюрреализма, как например, компания «по созданию колеса для вечного двигателя» или еще одна, созданная «для осуществления Весьма Выгодного предприятия, характер которого пока не подлежит оглашению». Жаждавшие поучаствовать в Весьма Выгодном предприятии инвесторы внесли 2000 фунтов наличными, но учредитель компании исчез вместе с деньгами, и больше его никто не видел. Эта волна затронула только Лондон, но была очень мощной и еще более поразительной оттого, что опасения относительно биржевых спекуляций существовали уже давно, и именно против них был направлен закон, принятый парламентом в 1697 г.

Несмотря на предупреждения Уолпола, билль был одобрен палатой лордов, 83 члена которой проголосовали «за» и только 17 «против». На следующий день закон был утвержден монархом. Однако, рынки эксцентричны. Компания Южных морей добилась первой и очень амбициозной цели. Теперь она контролировала государственный долг. И результат: 7 апреля цена акций снизилась с 310 до 290 фунтов.

И снова появились позитивные слухи. Граф Стэнхоуп получил предложения Испании. Испания согласна в обмен на Гибралтар и Порт-Махон отдать порты на побережье Перу. Распускали ли эти слухи члены правления для повышения стоимости акций или они сами поднимались пузырями на поверхность из-за очень сильного давления групп, уверовавших в Компанию Южных морей?

Но теперь Уолпол был уже не единственным влиятельным скептиком. Джонатан Свифт (цитируемый в работе Макея, 1852) написал следующие строки:

Подписчики толпятся там весь день,
Ругаться и толкаться им не лень,
Виною тому желание наживы,
Но, видит Бог, им будет не до жиру.

Инвесторы ничему не учатся

Пузырь достиг максимальных размеров в период с января по сентябрь 1720 г. Примечательно само это время. Годом раньше схожая схема была запущена в Париже шотландцем Джоном Ло. Проект «Миссисипи», разработанный Ло, тоже предлагал инвесторам акции компании, ведущей торговлю в южных морях. Это был так называемый земельный бум на Миссисипи. К маю 1720 года дела компании Миссисипи пошли очень плохо. Акции компании или по-французски «actions», что звучит гораздо динамичней, перешли в свободное падение. Компания Миссисипи обанкротилась. Тысячи парижан были разорены. 27 мая появились злые памфлеты и карикатуры, в которых Ло изображался «Богиней акций». В одном куплете он был назван первым живорожденным сыном дьявола, «забравшим все наши деньги».

Жители Лондона знали, что происходило в Париже. После заключения Утрехтского мирного договора между этими городами шел постоянный торговый обмен, и существовало регулярное транспортное сообщение. Из Лондона в Париж можно было добраться за четыре дня. Таким образом, лондонцы должны бы были быть в курсе опасности торговли в южных морях, что показал проект Ло. Но большинство жителей Лондона предпочли проигнорировать урок, преподанный по ту сторону Ла-Манша.

А в Лондоне 29 мая цена акции Компании Южных морей поднялась до 500 фунтов, и многие люди обменяли государственные ценные бумаги, обеспечивавшие ежегодную ренту, на акции компании. В начале июня произошел еще один скачок до 890 фунтов. Люди решили, что выше цена уже не пойдет, и многие стали продавать. 3 июня продавцов было так много, а покупателей так мало, что цена упала до 640 фунтов. Значительное число тех, кому не удалось купить акции с самого начала, бросились покупать их сейчас, сочтя 640 фунтов низкой ценой и шансом относительно дешево войти в предприятие.

Новость о банкротстве компании Миссисипи не оказала никакого влияния. Предупреждение Уолпола и Свифта тоже не были услышаны. Акции компании росли до начала августа, когда цена достигла 1050 фунтов. Это было пиком. Затем цена стала падать. К началу сентября акции продавались по 700, что все еще было более высокой ценой чем в мае, когда новости из Парижа должны бы были предупредить инвесторов об опасности.

Настоящие проблемы у Компании Южных морей начались в середине сентября. Падение цен началось после известия, что сэр Джон Блант и другие члены правления компании продали часть своих акций и получили на этом огромные прибыли. 8 сентября состоялось собрание акционеров компании, но атмосферы кризиса на нем не ощущалось. Руководители компании расхваливали достигнутые результаты и сулили блестящие перспективы. Однако, как это часто бывает, собрание, созванное для повышения уверенности акционеров, возымело обратное действие. К 12 сентября цена упала до 540 фунтов. За пять недель акции компании обесценились наполовину.

13 сентября испуганный член парламента Томас Бродерик написал письмо лорду-канцлеру, в котором обвинял в падении директоров компании. Бродерик писал: «наиболее уважаемые люди вывели свои деньги, защищая себя за счет потерь обманутых и беспечных, чей разум был затуманен алчностью и надеждами получить вместо кучки монет целые горы денег. Тысячи семей будут обречены на нищенское существование. Мой ужас не выразить словами, а ярость неопишима...».

«Реалист» и «мечтатель» – рассказ о Гае и Гее

Во время процесса, который современные аналитики назвали бы циклом взлетов/падений, поведение инвесторов различалось очень разительно, поэтому я не могу сопротивляться желанию включить в эту книгу рассказ о Гае и Гее. Джоне Гее, написавшем «Оперу нищего» (*The Beggar's Opera*), и Томасе Гае, купце. Оба были интересными личностями в истории Лондона. Гею подарили 19 акций компании, которые он так и не решился продать. На пике рынка его акции стоили 20 тысяч фунтов. Друзья Гея умоляли его продать их, но как написал в своей книге *Life of the Poets* («Жизнь поэтов») Самуэль Джонсон (Samuel Johnson, 1905), «он мечтал о высоком положении и роскоши». Гей не удосужился избавиться хотя бы от двух или трех акций, что гарантировало бы ему ежегодный доход в размере 100 фунтов на жизнь «с уверенностью, что каждый день у него будет чистая рубашка и баранья лопатка на обед».

Когда акции стали падать в цене, Гей не мог с ними расстаться. Он думал, что 19 его акций снова вырастут и будут стоить 20 тысяч фунтов. Когда он потерял все, Джонсон отметил, что «катастрофа опустила его так низко, что даже его жизнь была в опасности». Гей был типичным экстравертом. Ему всегда хотелось нравиться другим людям, а когда его планы проваливались, он часто впадал в ужасную депрессию. Его поведение представляется типичным случаем отрицания действительности и паники. Поведение Гея напоминает поведение многих инвесторов, которые испытывали трудности с фиксированием прибыли, потому что по их представлениям цена должна была продолжать расти.



Сердце Лондонского Сити. Слева здание Банка Англии.

Томас Гай был более мудрым. Он владел книжной лавкой на Ломбард-стрит и сделал состояние, продавая библии. Гай продал свои акции на вершине рынка и получил фантасти-

ческую прибыль, составившую 234 тысячи фунтов. Он решил распорядиться этой прибылью альтруистично и основал новый госпиталь. Госпиталь Гая у Лондонского моста. Чудесная пара – алчный поэт и купец-альтруист.

Типичные различия

Историки, изучающие развитие экономики, не выясняли, кто вышел из этого пузыря с прибылью, а кто с убытком, но все же есть некоторые интересные сведения. Ряд еврейских банкиров, таких как Да Костас, похоже, не очень влезали в эти акции, а те акции, которые у них были, они продали в хорошее время. Сэр Теодор Нанссен, один из директоров Банка Англии, потерял целое состояние, но у него все-таки осталось достаточно имущества на сумму 300 тысяч фунтов. Грубоватый рыцарь из Линкольншира, сэр Джон Мерес, оказался в более худшем положении. Он был уверен, что пузырь сделает его таким богатым, что он сможет стать видным государственным деятелем, но обанкротился, поскольку не решился продать акции. А ведь Мерес не был неотесанной деревенщиной. Король Георг I поступил достаточно безрассудно, снова войдя в рынок, когда бумага стоила около 900 фунтов, и его супруга боялась, что ганноверцы разорятся. Для разбирающегося в психологии историка, изучающего развитие экономики, здесь богатый пласт материалов. Но наиболее уравновешенным инвестором, попавшимся мне при изучении этих материалов, оказался некий Палтени, написавший своему другу: «Смешно сказать, какая сумма могла бы оказаться в моем распоряжении, но поскольку я не обладаю достаточной для этого (своевременной продажи) прозорливостью, меня несколько успокаивает то, что я привел свои дела в порядок и теперь не страдаю».

К концу октября цена акции Компании Южных морей опустилась до 150 фунтов. За исключением того факта, что члены правления компании продали часть своих акций, все остальные дела вроде бы шли нормально. Обязательства по обслуживанию долга компания выполняла. Плохих новостей не было. Морские чудовища не сделали океаны более опасными, и Филип Испанский не делал заявлений для прессы, объявляя ложными слухи о торговле с Англией. Так что же тогда стало причиной падения уверенности, приведшей к такому развороту от «мании» к «депрессии»?

Последствия этого пузыря были гораздо серьезней, чем в Голландии. Английские суды не объявляли сделки недействительными. Если вы купили акции за 800 или 1050 фунтов, обратной дороги не было. Тысячи людей были разорены. Генеральный почтмейстер принял яд. Палата общин послала за заклятым противником проекта Уолполом, чтобы он разобрался в этой неразберихе. Парламент также образовал комитет для выяснения причин случившегося. Акции Компании Южных морей обесценились. В конце концов, созданный комитет обнаружил, что компания подкупала многих политиков, чтобы провести свои законопроекты через парламент. Члены правления компании были арестованы, а их поместья конфискованы.

Возможно, именно взятки позволили Компании Южных морей проводить свои законопроекты через парламент и распространять позитивные слухи. Но никакой суммой взяток нельзя объяснить, почему смысленные лондонцы, знавшие о только что произошедшем крахе аналогичной схемы во Франции, продолжали покупать акции Компании Южных морей.

Мне могут возразить, что во всех этих трех драмах XVII—XVIII веков инвесторам продавали некоего рода мечты – тюльпаны и «Эльдорадо» южных морей. Однако, люди, рискующие своими деньгами, не были неопытными в финансовых вопросах по стандартам своего времени. С самого начала участвовать в пузыре могли только люди, имевшие значительные финансовые средства. В 1720 году за 300 фунтов можно было купить прекрасный дом в Лондоне. Тем не менее, понимание экономики было примитивным. Банки только начинали функционировать, а бумажные деньги были новшеством.

Однако, к середине XIX века люди стали гораздо лучше понимать финансовые рынки. Продавать в розницу мечты о тропических островах, струящихся золотом в карманы инвесторов викторианской эпохи, уже было невозможно. Вместо этого в розницу продавались железные дороги, но железнодорожная мания была несколько иной. Возможно, это было первым технологическим бумом, и здесь мы находим первые свидетельства нечестных замыслов простых инвесторов.

Великий железнодорожный бум XIX века

После исторического пробега из Донкастера локомотива железнодорожного инженера Джорджа Стефенсона было построено несколько железных дорог, но к 1835 году первый энтузиазм улетучился. Историки, изучающие развитие финансов, утверждают, что так называемая «железнодорожная мания» началась только в середине 1840-х годов. К тому времени стало ясно, что Великобритании нужна хорошо спланированная сеть железных дорог.

Два историка, изучавшие развитие транспорта, Левин (H. G. Lewin, 1936) и Мичи (R. S. Michie, 1981), описали в своих работах способы распространения акций железных дорог. По большей части эти акции сначала распространялись с помощью прямой подписки или через агентов, организовывавших в городах собрания, на которых они убеждали местных жителей подписаться на акции. Биржевые брокеры практически не имели дела с первичным размещением акций. Большинство железнодорожных компаний хотели, чтобы местные инвесторы помогли им организовать железнодорожное движение. В отличие от трех предыдущих маний, железные дороги были реальным объектом для инвестирования, а для прокладки путей, строительства станций и паровозов требовалось участие состоятельных частных лиц.

Одной из первых планировалось построить железную дорогу Глазго-Эдинбург, и по смете стоимость строительства составляла £550000. Но для начала строительства полная сумма не требовалась. Компании понимали, что инвесторы тоже это знают и откажутся платить за акции полную цену при их выпуске. Поэтому компании предложили инвесторам внести всего 10% от полной стоимости акций. Оставшуюся часть инвесторы должны были вносить по мере возникновения необходимости финансировать строительство.

В некоторых случаях железнодорожные компании вообще не требовали первого взноса. Инвесторам рассылались уведомления с подтверждением, что на них зарезервировано такое-то количество акций.

Интерес к железным дорогам был такой большой, что этот рынок рос даже на этих письмах-уведомлениях. Левин подсчитал, что в 1846 году Великобритания могла похвастаться наличием 1190 отдельных железнодорожных компаний. Некоторые из них были совсем крошечными, получившими право на прокладку менее 10 миль железнодорожного пути.

Многие распространители акций просто прикарманили первоначальные взносы людей. А многие частные лица, купившие акции, и не собирались вносить оставшуюся часть в размере 90%, оговоренных в условиях подписки. Газеты осуждали этих людей, называя «меткими стрелками», планировавшими продать свои акции с прибылью, так и не заплатив за них. Мичи (Michie, 1981) подсчитал, что в конце 1845 года в Шотландии были распространены акции 94 железнодорожных компаний. Общая номинальная стоимость размещаемых акций составляла £36,5 млн., но инвесторы наскребли всего лишь £180764 – около 2% от суммы, которую они должны были заплатить на первом этапе. В этой ситуации большинство простых людей рисковали не очень сильно. Под угрозой оказалось строительство самих железных дорог.

В предыдущих маниях у простых инвесторов, пожалуй, не было возможностей проявить нечестность. Железнодорожная мания стала первым примером, когда алчность приводила к нечестности. Ничего удивительного тут нет. Когда премьер-министр Маргарет Тэтчер начала в 1980-х годах приватизацию, люди часто шли на нарушение закона и отправляли по несколько заявок, потому что знали, что это выгодное дело. Некоторые попались и были наказаны, но большинству «наивных» инвесторов из простых людей это казалось быстрым и легким способом сделать деньги.

В результате безответственных спекуляций «метких стрелков» железнодорожные компании были вынуждены занимать деньги у банков и финансировать строительство под долговые расписки. Левин утверждает, что дальнейшее развитие железнодорожной сети наладилось только в конце 1850-х.

Земельный бум во Флориде – предупреждение Уолл-Стрит

Наиболее известным крахом в истории был крах Уолл-Стрит 1929 г. С 23 по 29 октября индекс Dow Jones (отражающий стоимость акций на Нью-йоркской фондовой бирже) упал более чем на 25%. Затем он продолжал падать до июня 1932 года, когда достиг абсолютного дна этого «медвежьего» рынка на отметке 41,2, скатившись с вершины почти на 90%.

Рассказ о крахе Уолл-Стрит включает экономические, социальные и даже культурные аспекты. Писатель-романист Скотт Фицджеральд был одним из величайших мастеров этого жанра. В основе многих тонких, мелодраматичных коротких рассказов этого писателя лежат истории потерянных в одно мгновение состояний. Всплывающие в памяти картинки тоже очень выразительны. Черно-белые кадры кинохроники, окутанные туманом небоскребы, брокеры, выбрасывающиеся в отчаянии из окон... Лучше умереть, чем не исполнить требование о внесении дополнительного обеспечения.

Считается, что история не должна повторяться. Однако, тревога, связанная с Уолл-Стрит, существовала с самого начала 20-го столетия. В романе «Обычай страны» (1912) (*The Custom of the Country*), действие которого происходит перед Первой мировой войной, Эдит Уортон рассказывает историю Ундины Спрагг, амбициозной американской девушки, живущей в Нью-Йорке. Ее отец, муж и друзья постоянно рискуют потерять свои состояния в результате одного неудачного дня на Уолл-Стрит. И так же, как краху лондонского пузыря в 1720 году предшествовал бум и крах парижского рынка, в Соединенных Штатах краху Уолл-Стрит предшествовал другой широко известный крах. За три года до того, как американский рынок двинулся, по выражению Гэлбрейта (1955), в «необъятные небеса», инвесторы во Флориде наблюдали, как их деньги растворялись столь же быстро, как и в лучшем из европейских пузырей.

В начале 1920-х годов недвижимость во Флориде стала стремительно расти в цене. Этому способствовали несколько местных особенностей. Как и во время железнодорожной мании, инвесторы могли покупать землю и недвижимость без оплаты их полной стоимости. Сделки заключались на основе «залоговых соглашений», то есть предварительных соглашений между продавцом и покупателем недвижимости, требовавших от покупателя внесения залога в размере 10% от полной стоимости. Эти 10% давали покупателю полное право на купленную землю.

Таким образом, можно было купить участок стоимостью \$15000, заплатив за него всего \$1500, а оставшуюся сумму взять в долг под эту собственность. Продав эту землю двумя месяцами позже за \$20000, можно было получить \$5000 прибыли за вычетом процентов по взятым в кредит \$13500. Процентная ставка как правило составляла 7%, и в данном примере равнялась бы \$525 за 6 месяцев. При продолжении роста рынка можно было легко получить чистую прибыль в размере \$4475, буквально ничего не делая. В 1920 году средняя годовая зарплата составляла в США менее \$2500.

Агенты по продаже начали агрессивно выбрасывать на рынок участки земли во Флориде, а покупатели со всех уголков США, считавшие это «верным делом», охотно инвестировали свои деньги. И действительно, какое-то время прибыли были верными. В Майями полоски земли делились на все меньшие и меньшие участки. Участки земли за многие мили от побережья, не стоившие раньше и гроша, вдруг стали продаваться за тысячи долларов.

Один брокер по имени Понци предлагал участки земли около Джэксонвилла. Это «около» оказалось в 65 милях от города. Другой брокер предлагал земельные участки в быстро растущем городе Несси, вымышленном и в действительности не существовавшем в то время. Непривлекательные участки в Майями уходили по \$15000. Лучшие участки в

Майами на берегу океана доходили в цене до \$250000. Цены на землю лезли все выше и выше, но покупатели продолжали расхватывать участки. Цена покупки могла быть сколь угодно большой, однако, всегда находился желающий заплатить еще больше. И, конечно же, в конечном счете прибыли были результатом чьих-то убытков.

Власти Флориды хвастались, что их штат был американской Ривьерой. Экономист Эндрю Смитерс рассказал мне, что на пике активности из ПО тысяч человек, проживавших в Майами, 55 тысяч были втянуты в операции с недвижимостью. Но прежде чем потешаться над этой флоридской глупостью, давайте вспомним, что в 1988 году агенты по недвижимости предлагали коморки в лондонском районе Найтсбридж по £30 тысяч.

В 1926 году по Флориде пронесся ураган, унесший жизни 400 человек. К концу того года 17 тысяч человек не имели крыши над головой. Эта трагедия нанесла удар по уверенности. В этом случае можно говорить, что определенное событие отрицательно сказалось на «настрое» участников рынка. Медленно – а это было действительно медленно – бум подошел к концу.

К концу 1926 года цены на землю упали, а в последующие два года падение было драматическим, хотя и не достигло абсолютного нуля, как во время краха пузыря южных морей, поскольку земля все-таки имеет хоть какую-то цену. О масштабе обвала можно судить по суммам, проведенным через банки Майами. В 1925 году через эти банки прошло \$1,06 млрд., а к 1929 году объемы клиринговых операций сжались до \$143 млн.

Обвал цен на рынке недвижимости Флориды стал в Соединенных Штатах крупной новостью. Говорить, что инвесторы были ни в чем не виноваты, равносильно открытому игнорированию фактов. Крах освещался на первых полосах *Wall Street Journal* и *New York Times*, а также по радио. Это должно было вернуть инвесторов к реальности и осознанию того, что ни один рынок не может идти только вверх, вверх и вверх.

В аналитической работе, посвященной краху Уолл-Стрит, Гэлбрейт (1955) не коснулся ключевого вопроса, почему инвесторы проигнорировали обвал, случившийся во Флориде. Я не утверждаю, что у меня есть ответы на этот вопрос, но некоторые факторы, вероятно, сыграли свою роль в то время.

В 1920-х годах, после унылых лет Первой мировой войны, рынок акций зачаровывал людей. Играть на рынке было круто. Если у человека не было ранее нажитых капиталов, инвестирование делало его частью социально амбициозной группы. Если вы читали произведения Скотта Фицджеральда, то ощущение, что на восточном побережье не было ни одного человека, не игравшего на фондовом рынке, вполне простительно. (Как мы увидим в дальнейшем, это было не так, но такое ощущение имеет свое значение). Ходили рассказы о лакеях, сделавших на бирже \$250000 и больше. Инвесторам нравилось ощущать себя частью этой группы, и они демонстрировали это самыми вульгарными способами. Толпами ломились в брокерские конторы, чтобы наблюдать, как растут цены. Гэлбрейт даже утверждает, что такое поведение ускорило крах. Многие люди, которые должны бы были в это время работать в своих офисах и зарабатывать этим деньги, находились в брокерских конторах, наблюдая за котировками акций.

Рынок тоже не вызывал противоречий. Если на Уолл-Стрит продолжался рост, богатым мог стать любой и не за счет других людей. Никто не должен был пострадать. Это тоже имело психологическое значение.

Рынок процветал на последних технологических достижениях. Особый спрос был на акции компании Radio, так же как на акции Интернет-компаний в 1999 г. На новых быстрходных пассажирских судах имелись специальные отделения связи, из которых можно было отправлять по телеграфу распоряжения своим брокерам. Именно из такого отделения композитор Ирвинг Берлин отдал распоряжение о продаже 1000 акций компании Paramount

Famous Lasky, когда они стоили \$72, и это оказалось мудрым решением, поскольку позже эти акции рухнули до нуля.

Интеллектуальность была одной из черт, делавших рынок привлекательным. Гуру с Уолл-Стрит были умными и предлагали новые интересные механизмы инвестирования. Самыми интересными из таких механизмов были инвестиционные фонды. Собственно говоря, инвестиционные компании были не таким уж и новшеством. Они появились еще в 1860-х годах, и их основным бизнесом была покупка ценных бумаг и акций. Но теперь такие уважаемые дома, как Goldman Sachs (да, они уже тогда существовали), начали создавать инвестиционные фонды, покупавшие не только облигации и акции, но и акции других инвестиционных фондов.

Ценность такого фонда складывалась из стоимости его акций, а также престижности, инвестиционных способностей и других характеристик дома, создавшего этот фонд. Если фонд инвестировал средства в 10 других фондов, то почти половина его фактической стоимости складывалась из престижа, а не акций в его портфеле. Инвестиционные фонды, инвестировавшие в другие инвестиционные фонды, были хрупкими пирамидами. Но во время роста рынка они выглядели искусными механизмами и форштевнем новой финансовой системы.

Исследовательские работы по тому периоду часто создают впечатление, что на Уолл-Стрит играла вся Америка. Но если бы это было действительно так, не было бы никаких сомнений в легковёрности инвесторов. Но и в этот раз все было не так. При численности населения в 60 миллионов человек только около полутора миллионов американцев владели акциями. Гэлбрейт считает, что в основном это были люди, жившие на восточном побережье и в Калифорнии. Жители районов, которые мы сейчас называем центральной частью Америки – Канзас-Сити, Айовы и других – были более консервативны в финансовых вопросах. Географическое положение играло роль, так же как Амстердам во времена тюльпаномании или Лондон во время пузыря южных морей. Чем больше было расстояние от Нью-Йорка, тем меньше у людей было шансов попасться на соблазны рынка.

В конце 1926 года, когда случился обвал земельного рынка во Флориде, индекс акций промышленных предприятий, рассчитывавшийся газетой *New York Times* и являвшийся эквивалентом Dow Jones, был на отметке 176. На следующий год рынок круто пошел вверх, но невиданных ранее высот он достиг только в марте 1928 г. Тот год начался на отметке 245, а закончился на 40% выше, на отметке 331. Гэлбрейт утверждает, что именно тогда начался «массовый уход от реальности в мир иллюзий». Инвесторы хлынули на рынок, вбрасывая в игру огромные суммы.

Рост некоторых бумаг в период между 1926 и 1929 годом просто ошеломляет. Акции Dupont поднялись с 255 до 525. Акции Wright Aeronautic выросли с 69 до 289. Новая фаворитка Radio взлетела с середины шестого десятка до 510. С 12 по 14 марта 1928 года акции Radio поднялись на 40 пенсов.

Гэлбрейт очертил целый комплекс технических и психологических причин крутого подъема рынка. Особенно он подчеркивал два технических фактора: успех американской промышленности и относительную легкость получения кредита. Многие американские компании сообщали о больших прибылях, а на рынке имелся целый ряд бумаг интересных компаний из сферы новых технологий, таких как Radio. Уровень цен в 1927 году был вполне оправдан. Гэлбрейт даже утверждает, что и на протяжении некоторой части 1928 года цены многих бумаг имели некоторую логику. В самом начале бум рынка шел на основе здравых оценок экономических перспектив.

Часть легенд о крахе 1929 года объясняют его тем, что инвесторы в основном покупали на 10%-ной марже, и это якобы ускорило крах. Сделка на марже означает, что при покупке акций инвесторы платили всего 10% их стоимости. Если акции продолжали расти,

брокеры не требовали внесения денег. Можно было, как во время земельного бума во Флориде, купить за 10 центов акцию ценой в \$1, а затем продать ее за \$1,15, положив в карман 15 центов прибыли. Гэлбрейт показал, что к марже прибегало не так много людей, как утверждают мифы. Из полутора миллионов инвесторов 900 тысяч играли на свои деньги. А те 600 тысяч инвесторов, которые покупали на марже, не испытывали трудностей с получением кредита и не потому, что брокеры были безрассудными. Маржа никогда не была 10%-ной. На самом деле в 1927 году брокеры просили клиентов внести денежное обеспечение в размере 45%. Чуть позже в том же году брокеры подняли маржу до 50%, поскольку их беспокоило состояние рынка. Одновременно банки настойчиво предлагали брокерам кредиты. Международные банки могли получить хорошую прибыль, ссужая деньгами американские банки, которые предоставляли кредиты брокерам с Уолл-Стрит, а те в свою очередь давали в долг своим клиентам. Банки предоставляли кредиты брокерам под 12%, а те ссужали клиентов под 14%-16%. Таким образом, с финансированием маржи проблем не было. В начале 1929 года клиенты были должны брокерам ошеломляющую сумму в \$6 миллиардов (около \$60 млрд. сегодняшними деньгами).

Тем не менее, Гэлбрейт утверждает, что эти технические факторы играли меньшую роль, чем психологические. Он считает, что существовал «настрой», поддерживавший саму идею легкого обогащения. Забудьте протестантскую этику. Нет необходимости работать до изнеможения. Вложите деньги, откиньтесь поудобней и наслаждайтесь. Наблюдайте за ростом Dow Jones. Никаких усилий не требуется. Гэлбрейт говорит о «финансовой эйфории» и доказывает, что эти настроения были схвачены в статье под названием «Богатым может стать каждый», опубликованной гуром с Уолл-Стрит Джоном Рэскобом (John Raskob, 1929) в *Ladies Home Journal* («Домашний журнал для женщин»). В этой статье Рэскоб писал, что если откладывать каждый месяц всего 20 долларов и вкладывать их в акции на протяжении 20 лет, то к 1949 году (при реинвестировании всех дивидендов) инвестор будет сидеть на куче золота из 80 тысяч долларов. Коллекционер произведений искусства Бернард Барух (Bernard Baruch) заявил в интервью, что мир входит в новую экономическую эру.

Определить, измерить или объяснить настроения общества никогда не было легкой задачей. Далее идут отдельные сюжеты, но мне они представляются интересными, поскольку персонажи этих историй были психологами, хорошо чувствовавшими настроения американцев в конце 1920-х, и ни один из них не был охвачен идеей быстрого обогащения.

Три причины, дающие основание полагать, что в 1920-х годах не вся Америка была охвачена страстью быстрого обогащения:

- отношение Джона Б. Уотсона;
- инвестиционная политика Карла Роджерса;
- сетования Б.Ф. Скиннера.

К 1928 году американский психолог Джон Уотсон вылетел из академической науки и стал вице-президентом рекламного агентства J. Walter Thompson. Уотсон часто писал для популярной прессы и был постоянно востребован в качестве эксперта. В исследовании его биографии, написанном мною в 1979 году, я установил, что Уотсон вовсе не пропагандировал идеи легкого обогащения. В статье для журнала *NEA* (1928) Уотсон подчеркивал необходимость упорно работать. Он пропагандировал идею создания специальных клиник, в которых люди могли бы улучшать перспективы своего карьерного роста. Он предложил некоторые правила для достижения успеха в бизнесе. Ключевым правилом был упорный труд. Каждый должен быть готов работать сверхурочно. Не стоит надеяться, что за одну ночь станешь президентом компании. Необходимо как можно глубже изучать всю сферу бизнеса, в котором работаешь. В рекомендациях Уотсона не было ничего сверх оригинального, но они вряд ли подтверждают настроения, которые Гэлбрейт считает ключевыми, а именно настрой на быстрое обогащение благодаря волшебным возможностям рынка.

Карл Роджерс (Carl Rodgers), один из основателей гуманистической психологии, писал в конце 1920-х докторскую диссертацию. Он был из достаточно состоятельной семьи, но поссорился с отцом из-за денег и нуждался в дополнительных доходах. Для игры на рынке у него были все необходимые для этого связи. Однако, он и не подумал этим заниматься. Он зарабатывал дополнительные деньги, импортируя китайские безделушки (Роджерс ездил в Китай несколькими годами раньше), и репетиторством.

Воспоминания третьего психолога, Б.Ф. Скиннера (B.F. Skinner), автора книг *Beyond Science and Dignity* («За пределами свободы и достоинства») и *Walden Two* («Уолден-2»), о конце 1920-х тоже отличаются от того, что говорит Гэлбрейт. В книге *Particulars of My Life* («Подробности моей жизни») (1984) Скиннер анализирует свое душевное состояние в 1927 году, когда ему было 23 года. Характер у него был несдержанный. «Общество считает меня лентяем, потому что я не зарабатываю себе на хлеб», – жаловался Скиннер. А общество ожидало, что он устроится на работу «в офис и будет работать по восемь часов в день, тратя часть этого времени на проявление любезности по отношению к другим служащим, на подготовку вечеринок и обсуждение подробностей бейсбольного скандала». Скиннер считает, что если бы он все это сделал, то, как он пишет: «Я был бы настоящим мужчиной. И в общем-то людям не так было нужно, чтобы я 'был мужчиной', а им просто хотелось, чтобы я был одним из них».

Я выбрал этих свидетелей тех времен, чтобы показать, что общий настрой на быстрое обогащение в 1920-х годах был не таким уж и общим, как утверждает Гэлбрейт, и объяснение инвестиционной лихорадки одними лишь капризами настроений не годится.

В конце 1920-х инвесторы получали массу противоречивых рекомендаций. Нет никаких сомнений, что такие оптимисты, как Рэскоб, нефтяной магнат Рокфеллер и великий финансист Эндрю Меллон, были могущественны. 23 марта 1929 года, когда Рэскоб плыл в Европу, он положительно отзывался об акциях General Motors и настаивал, что они, как и многие другие, слишком дешевы. Когда рынок в июне 1929 года на короткое время просел вниз, Меллон заявил, что для беспокойства нет оснований, а «мощная приливная волна процветания продолжится». Чуть позже, когда рынок снова грозил крутым обвалом, Рокфеллер покупал акции, заявляя, что для тревоги нет фундаментальных причин.

При таком интересе к рынку журналистам требовались мнения экономистов. Многие из них были очень оптимистичны и иногда в своих выступлениях скорее походили на агентов по рекламе, а не академиков. Профессору Дайсу из Университета штата Огайо рынок виделся «идушим за этими могучими рыцарями автомобильной промышленности, сталелитейной промышленности и радиопромышленности», у которых нет другого пути, кроме дороги вверх. В сентябре 1929 года экономисты Гарвардского университета заявили, что не видят серьезных причин для беспокойства. Профессор Ирвинг Фишер (Irving Fisher), один из известнейших американских экономистов и человек с солидной репутацией, заявил за месяц до краха, что цены акций находятся на приемлемых уровнях. Годом позже Фишер опубликует интересную статью по психологии инвесторов, но к этой статье отнесутся с пренебрежением, возможно, из-за собственной судьбы Фишера. Он стал мультимиллионером, но в результате непродуманных инвестиций умер в 1947 году в огромных долгах. Вероятно, рациональные экономические люди не видели причины обращать внимание на работу экономиста, закончившего свои дни в богадельне.

Но во время бума на Уолл-Стрит были также и пессимисты. Гэлбрейт указывает на одного аналитика, рекомендовавшего держать деньги в наличных или инвестировать их в золото. Легко понять, почему люди игнорировали мнение одинокого критика, но ведь были и другие более мощные голоса, извлекавшие уроки из земельного бума во Флориде. Пол Кэбот (Paul Cabot), писавший на тему финансов, обвинял профессионалов в области инвестирования в «нечестности, небрежности, несостоятельности и алчности». Начиная с 1928 года и

далее, в *Wall Street Journal* звучали некоторые сомнения относительно роста цен. Газета *New York Times*, традиционный рупор истеблишмента восточной части США, выражала явное беспокойство. Раз за разом газета повторяла, что уровень цен на Уолл-Стрит неоправданно высок. Гэлбрейт насчитал не менее 10 передовиц в *New York Times*, в которых инвесторам рекомендовалось продавать. Вопрос в том, почему же к ним прислушивалось так мало инвесторов? В романе *The Custom of the Country* («Обычай страны») Уортон предлагает интересное косвенное объяснение. Оно в основном связано с мужчинами, игравшими на Уолл-Стрит, и тем фактом, что эти мужчины не обсуждали финансовые вопросы со своими женами и подругами. Женщины были инфантильными, но алчными. Ублажить их мужчины могли лишь постоянными подарками и покупками вещей. Поэтому многие мужчины играли на бирже, поскольку это был единственный способ обеспечивать своих жен и любовниц постоянными подношениями бриллиантов и самых модных вещей! Уортон была прекрасным знатоком нравов высшего американского общества, поскольку в то время сама была частью этого общества.

Когда 23 октября рынок начал падать, состоялось собрание самых богатых людей Нью-Йорка. Эти изощренные инвесторы потратили миллионы, пытаясь поднять цены акций таких компаний, как US Steel. Не получилось. Окончательный обвал начался 29 октября. 23 октября индекс акций промышленных предприятий, рассчитывавшийся газетой *New York Times*, упал с 415 до 384. 28 октября он понизился еще на 49 пунктов, а 29 октября – еще на 43 пункта. Полиция окружила биржу, поскольку власти опасались, что начнутся беспорядки. Как и при прошлых, а также и будущих рыночных крахах, инвесторам было трудно поверить, что «бычьему» рынку приходит конец, и многие продолжали искать поводы для нового входа в рынок.

Затем рынок продолжал снижаться до июня 1932 года, когда индекс Dow Jones достиг отметки 41. И в этом крахе тоже трудно определить точную причину начала снижения уверенности.

В завихрениях рынка 1929 года некоторые потеряли ужасно много, но были и такие инвесторы, как Уотсон, вовремя вышедшие из рынка и сохранившие состояния, нажитые с 1927 г. Так в чем же различие между инвестором, который знает, когда продавать, и тем, который не может решиться на это? Этот вопрос, вероятно, представляет особый интерес, поскольку одним из любопытнейших моментов, обнаруженных мной в этой сконцентрированной истории спекулятивных маний, был тот факт, что в двух случаях пузыри следовали один за другим, а инвесторы все равно заходили слишком далеко, прежде чем начать продавать. Психологическая теория, возможно, поможет дать этому объяснение.

Теория когнитивного диссонанса Фестингера

В 1950-х годах американский психолог Леон Фестингер (Leon Festinger) изучал феномен заразительного распространения слухов и наткнулся на работу индийского ученого по землетрясениям и их последствиям (Festinger, 1957). Психолог по фамилии Сингх собрал 35 тысяч слухов, циркулировавших в районе, где толчки ощущались, но разрушений не было. Около 90% слухов, ходивших в этом районе, предсказывали более значительные бедствия. Фестингер не мог понять, почему люди распространяют слухи, которые только усиливают беспокойство.

В разговоре со мной Фестингер объяснил, как он пришел к пониманию этих механизмов. «Люди были очень напуганы землетрясением. Они выбрались из убежищ, в которых скрывались. Они пережили значительные волнения, но теперь увидели, что ничего не случилось. Но они ощущали такой страх, что у них возникла необходимость создать для себя некий контекст, способный оправдать этот страх». Кроме того, они стыдились своего поведения.

Фестингер тогда доказывал, что слухи о более значительных бедствиях не были направлены на провоцирование тревоги, а служили оправданием страха. В работе *When Prophecy Fails* («Когда пророчество не исполняется»), написанной совместно со Стэнли Шехтером (Stanley Schachter) и Генри Рикеном (H.W. Riecken), Фестингер рассматривает религиозную группу, предсказывавшую конец света, который должен был произойти в конкретный день 21 декабря (Schachter и др., 1964). Они сидели и ждали великого события. (Кстати, они ждали пришельцев, которые должны были их спасти, забрав с собой в космос). 22 декабря, когда Земля все еще была на месте, религиозная группа не признала своей ошибки и не отказалась от своих верований. Никаких проявлений стыда. Наоборот, они снова вышли на публику в поисках новых последователей, заявив, что мир был спасен их молитвами.

Фестингер официально изложил свою теорию диссонанса. Два элемента входят в диссонанс, если одно знание об одном и том же предмете логически противоречит другому. Например, я знаю, что курение очень вредно для моего здоровья, но продолжаю курить. Фестингер утверждал, что диссонанс может быть настолько психологически дискомфортным, что люди пытаются устранить этот дискомфорт с помощью невероятных утверждений, наподобие заявления той религиозной группы. Например, будучи курильщиком, я игнорирую все исследования о вреде курения. Я стараюсь не читать подобные статьи или считаю, что все противники курения являются фанатиками.

Во многих экспериментах Фестингера использовались деньги. Он сравнивал ощущения студентов, получавших за участие в скучных экспериментах 1 доллар и 20 долларов. Те, кому платили меньше, считали эксперимент менее скучным. Менее скучным, по мнению Фестингера, потому что это оправдывало потраченное ими время, за которое им платили всего лишь доллар.

Теперь будет понятно, почему идеи Фестингера могут оказаться полезными в объяснении поведения инвесторов во время этих спекулятивных маний. Инвесторы участвуют в биржевой игре не только для того, чтобы сделать деньги, но и для того, чтобы дать себе и другим разумное объяснение своему поведению. Конечно, их инвестиции являются финансовыми, но также и психологическими.

«Бычьи» рынки заполнены противоречиями

На быстро растущем «бычьем» рынке многие инвесторы будут испытывать два противоречащих друг другу ощущения:

1. Цены акций уже поднялись очень высоко, и рынок перекуплен;
2. Я рискую упустить прибыль, если не продолжу покупать акции, когда так много других людей участвуют в рынке.

Одним из способов устранить этот диссонанс является игнорирование любой информации, в которой утверждается, что рынок перекуплен, и искать информацию в поддержку второго предположения – «я могу упустить прибыль, если не буду участвовать». Это будет иметь эффект убеждения покупать, и чем больше людей будут покупать, тем выше поднимется рынок.

Фестингер сравнивает способы устранения диссонанса со способами устранения голода или жажды. Его идеи в применении к условиям рынка выдвигают на первый план тот факт, что многие инвесторы в процессе устранения диссонанса начинают также испытывать эмоциональную привязанность к покупаемым ими акциям.

Когда рынок разворачивается к понижению, эти чувства затрудняют принятие решения продать акции. Продавая, инвесторы вынуждены выбрасывать за борт не только свои финансовые инвестиции, но и психологические инвестиции тоже, что приводит к новому неприятному усилению диссонанса.

Рациональный экономический человек (описанный во введении), конечно, заметил бы что убытки растут, и принял бы немедленные меры для изменения ситуации. Но инвесторы, не способные выдержать когнитивный диссонанс, начинают искать оправдания своим прошлым инвестиционным решениям и не могут надлежащим образом справиться с создавшейся ситуацией. Поэтому они держат бумаги, пока не становится слишком поздно. Они будут выискивать новости в поддержку их мнения, что ситуация на рынке улучшится, или о том, что их акции должны пойти вверх. В этом случае это не алчность и не страх, а более тонкий набор психологических механизмов, как сознательных, так и подсознательных.

В 1929 году позиции многих инвесторов закрывались принудительно, поскольку они не могли внести необходимое денежное обеспечение. Многие негодовали. Они не хотели продавать, считая, что рынок быстро оправится, и они смогут компенсировать свои потери. Существует тогда теория когнитивного диссонанса, она предсказала бы именно такую реакцию.

Все это актуально и сегодня. Некоторые оптимисты заявляли в 1999 году, что к 2002 году индекс Dow Jones достигнет 36000, поднявшись более чем втрое. Но к концу 2000 года эти оптимисты выглядели поистине нелепо, поскольку Dow, поднимавшийся летом до максимума на отметке 11016, снова скатился до уровней чуть выше 10000.

Когда я разговаривал с действующими финансовыми аналитиками, то обнаружил хорошие примеры когнитивного диссонанса в их работе.

Например, Роджер Ейтс, работающий в крупном инвестиционном доме Invesco, изо всех сил отстаивал репутацию Джона Рэскоба, утверждая, что тот скорее был прав, чем ошибался. Если бы вы инвестировали в акции с начала 1929 года по 20 долларов в месяц, то через 20 лет эта скромная сумма выросла бы не до \$80000, как предсказывал Рэскоб, но, тем не менее, до вполне приличной суммы в \$60000. Вряд ли на чем-либо другом вы могли достичь лучшего результата. Американский рынок рухнул, а Ейтс все же считает, что Рэскоб был прав, и рынки приносят прибыль, а в лучшем из лучших миров все может быть только к лучшему.

Я вовсе не собираюсь утверждать, что теория когнитивного диссонанса полностью объясняет поведение людей во время спекулятивных маний, но она предлагает ряд полезных объяснений.

История этих маний позволяет сделать вывод, что поведение инвесторов зависит от совокупности личностных и социальных факторов. Для их глубокого понимания необходимо использовать теории из различных областей науки: экономики, психологии личности, психологии группы и теории связей. Никто пока не изучал различий между инвесторами, вовремя выходящими из рынка, и теми, кто цепляется и цепляется за надежды, а в результате проигрывает и проигрывает. Во второй главе предлагаются некоторые идеи по этому вопросу. Это вопрос сопротивления и отрицания объективных факторов, динамики, которой многие люди следуют подсознательно. Подсознательно, потому что ее корни уходят в их детство.

Глава 2. Психология денег и прибыли

Большинство профессионалов рынка утверждают, что единственными факторами, оказывающими влияние на рынок, являются алчность, страх и стадный инстинкт. Я полагаю, что это слишком ограниченный взгляд. Эти три фактора имеют значение, но отчетливо просматриваются и другие.

После краха Уолл-Стрит, но задолго до потери своего состояния, экономист Йельского университета Ирвинг Фишер (Irving Fisher) заинтересовался психологией инвесторов. Фишер считал инвестирование рациональным выбором. Люди оказывались перед трудным выбором между тратой денег и их инвестированием. Фишер нарисовал довольно лестный портрет инвестора. В какой-то мере он был идеалистом. Он обладал сильной волей и огромным самообладанием. Инвестор, в понимании Фишера, должен быть терпелив и уметь ждать, когда его инвестиции станут прибыльными. В книге *Theory of Interest* («Теория процента») (1928) Фишер посвятил целую главу шести психологическим факторам, оказывающим влияние на отношение к инвестированию. Этими факторами были:

– Недальновидность. Отличие инвесторов от остальных людей заключается в том, что инвесторы способны оценивать долгосрочные перспективы и, в частности, ограничивать свои текущие расходы, чтобы иметь возможность инвестировать.

– Слабая воля. В понимании Фишера для откладывания денег на инвестирование и последующее поддержание этих инвестиций необходима сильная воля.

– Привычка легко тратить деньги, приводящая к сокращению денежных ресурсов для потенциального инвестирования. Фишер предположил наличие прямой связи между самоконтролем и успешным инвестированием. Способные на самоконтроль люди откладывали деньги, чтобы иметь возможность играть на бирже.

– Акцентирование внимания на краткости и неопределенности жизни. Эгоистичные люди были слишком озабочены краткостью жизни и придерживались взгляда, что в инвестировании мало смысла, поскольку скоро все равно умрешь.

– Эгоистичность. По мнению Фишера, инвесторы должны уметь контролировать свои эгоистические порывы и отказываться от немедленного удовлетворения желаний.

– Слепое следование общим тенденциям. Фишер прекрасно знал, насколько инвесторы подвержены влиянию тенденций.

Фишер не считал инвесторов ни алчными, ни подверженными панике, однако, следуя лучшим традициям экономистов, не взял интервью ни у одного инвестора. Он теоретизировал, что отдельные личности со стабильным доходом и способностью прогнозировать свое будущее менее охотно идут на риск, чем другие. Инвестор по Фишеру идеален в психологическом плане. Он способен побороть сиюминутное желание получить удовольствие и, конечно же, не преследует цели угождать другим. Такие черты характера прямо противоположны психическому складу экстраверта. Экстраверты нетерпеливы и стремятся произвести приятное впечатление на общество, к которому они принадлежат. Однако, после 1930-х Фишер не стал развивать свои идеи. Остальная часть его книги посвящена традиционным экономическим вопросам.

Единственным экономистом, едва заметно пошедшим по стопам Фишера, был Джон Мейнард Кейнс (John Maynard Keynes). Отец Кейнса, который тоже был экономистом, отвергал саму идею, что психология может предложить что-либо экономистам. Тем не менее, в 1936 году Кейнс выдвинул восемь причин, побуждающих людей откладывать деньги. Одной из них являлась возможность играть на бирже для увеличения своего состояния. Кейнс резко критиковал Уолл-Стрит, сравнивая фондовый рынок с казино, говорил о биржевой игре как

о «прогнозировании психологии рынка», но не углублялся в изучение инвесторов. Развития это исследование не получило.

И Фишер, и Кейнс работали над сознательными психологическими мотивациями. В одной из последних работ, посвященной изучению мотиваций, влияющих на частных инвесторов (Nagy, 1998), говорится, что проведенные исследования не позволяют дать адекватную оценку мотивациям поведения инвесторов. Нэги установил, что 40% частных инвесторов называли свои «ощущения о компании» одной из трех основных причин, побуждающих их инвестировать в акции этой компании. Нэги был удивлен тем, что большинство инвесторов придают меньшее значение подавляющей части экономических факторов. По данным проведенного Нэги опроса, только 11% инвесторов заявили, что на них оказывает влияние предшествовавшая принятию решения динамика цен. Финансовая пресса и рекомендации брокеров оказывали еще меньшее влияние на принятие инвестиционных решений. Есть некоторые свидетельства в подтверждение того, что те типы ощущений, на которые ссылается Нэги, не всегда бывают рациональными или осознанными.

В некоторых работах стремление делать деньги связывается с экстремально иррациональными аспектами поведения человека – фетишами, навязчивыми неврозами, дефекацией, неудовлетворенностью во время кормления грудью и сведением счетов с богом. Мы увидим, что внешние факторы по-разному влияют на участников рынка.

Особенностью моего подхода стали интервью с аналитиками, брокерами и трейдерами. Я расспрашивал о причинах, приведших их в Сити, их подходах к инвестиционным решениям, и выяснял степень влияния факторов, оказывающих давление на процесс принятия решений. Вполне понятно, что на основе этих интервью, аналогичных тем, что я провел с психологами (Cohen, 1977), окончательных выводов делать не следует. Разные люди по-разному реагируют на ситуации, провоцирующие страх и алчность. Кан и Купер (1993) в процессе изучения стрессовых факторов, возникающих во время биржевых операций, взяли интервью у 26 дилеров и обнаружили огромные расхождения в оценках этих факторов респондентами. К сожалению, они не спрашивали этих людей ни о том, что привело их в этот бизнес, ни о причинах, побуждавших их оставаться в нем. Еще более очевиден тот факт, что не все в одинаковой мере поддаются давлению со стороны членов своего круга или стадному инстинкту. Некоторым противно приспособливаться или ощущать себя частью толпы. А другим нравится чувство защищенности, вызываемое принадлежностью к какой-либо группе. Эти различия имеют значение.

Эта книга не является научным исследованием, но так уж случилось, что я опросил в общей сложности 33 брокера, трейдера и аналитика, что чуть больше, чем сделали Кан и Купер. Среди опрошенных я выявил следующие группы:

- брокеры по убеждению;
- игроки на движении рынка;
- брокеры по семейной традиции;
- хранители капитала;
- истинные спекулянты – группа людей, часто предпочитающих соблюдать некоторую анонимность. Сити предназначено для инвестиций, а не какое-то казино.

Брокеры по убеждению, такие как Майкл Барнард, владеющий собственной компанией, и Чарльз Кларк из West LB Panmure, увлеклись финансовым бизнесом еще в юности. Для них интересна сама реальная игра с инвестициями. Они помнят свои первые сделки. Элегантный блондин Майкл Барнард управляет своей собственной брокерской фирмой в Эссексе. «Мой отец был трудолюбивым фотографом и у него было несколько акций», рассказывал мне Майкл. «Мне было 16 и я уже выходил из возраста, когда собирают марки. Акции казались мне более взрослым хобби». Барнард до сих пор помнит свою первую покупку акций паевого инвестиционного фонда на 20 фунтов. «Когда они выросли на 4 фунта, я

был на седьмом небе от счастья. Я пристрастился к этому занятию, как другие к лошадиным бегам». Но он предпочел акции, «потому что букмекеры подтасовывают шансы в свою пользу». У истории Барнарда есть одна знаменитая параллель. Уоррену Баффетту (Warren Buffett), единственному человеку, сделавшему миллиарды исключительно на инвестициях в акции, было 11 лет, когда он впервые купил акции для своей сестры. Этот энтузиазм контрастирует с идеями Джима Слейтера (Jim Slater), выдвинутыми им в книге *The Zulu Principle* («Принцип зулусов») (1994). Слейтер уже 25 лет считается одним из выдающихся гуру в области инвестиций. По его словам, делать деньги легко, немного скучно, да и конечный результат особого удовлетворения не приносит. А для Барнарда полное погружение в мир акций просто чистое удовольствие.

Барнард и Баффетт никогда бы не согласились с пренебрежительным отзывом Слейтера о процессе получения прибыли как о скучном занятии. Другие признают, что притягательность биржевых сделок зацепила их навсегда. Вышедший на пенсию глава одного крупного брокерского дома сказал мне: «Я очень много играю для себя лично». Ронни, ушедший на пенсию с должности брокера, сообщил мне, что до сих пор играет на бирже, потому что ему нравится это возбуждение.

Брокеры по семейной традиции. Это вторая группа дилеров и брокеров, попавших в этот бизнес без особых усилий через семейные связи. Дэвид Мэйхью из фирмы Cazenove рассказал мне, что пришел на биржу, потому что так хотел его отец, сам работавший брокером в Ливерпуле. Мэйхью хотел стать фермером. Хью Пристли окончил Оксфордский университет и работал в газете *The Times Business News*. Это занятие казалось ему скучным и его отец сообщил ему, что в одной известной ему компании есть вакансия. На выбор Яна Фрэнсиса из West LB Ramage тоже повлиял отец, работавший инженером. Он сказал сыну, что у того хорошая голова, и он должен делать деньги. А Сити для этого самое подходящее место.

Приход в биржевой бизнес через семейные связи не приводит к какому-либо определенному стилю трейдинга, однако, мне кажется интересным, что Пристли, на которого оказал влияние его отец, относит себя к категории игроков на движении рынка.

Игроки на движении рынка уделяют гораздо больше внимания движениям рынка, чем поиску акций со скрытым потенциалом, определить который могут только они. И брокеры по убеждению, и игроки на движении рынка подчеркивают желание получить прибыль. Они сильно контрастируют с такими брокерами, как Пол О'Доннелл, и брокером из Ливерпуля, пожелавшим сохранить инкогнито.

Хранители капитала. Эти люди придают особое значение сохранению капитала и стараются избегать риска. О'Доннелл рассказал мне, что заработал гораздо больше денег для инвесторов, движимых страхом, чем для тех, кто руководствовался алчностью.

Ни один из опрошенных не считал себя просто биржевым спекулянтom. Однако, вовсе не факт, что мы знаем все о нашем отношении к деньгам и инвестированию. Деньги вызывают сложные чувства, поскольку имеют множество значений – духовных, символических, личных. О некоторых из этих значений мы даже не подозреваем и я это покажу.

Некоторые историки утверждали, что протестантство с его упором на человеческую личность помогло создать капитализм. Если вы богаты, то являетесь одним из избранных божьих и после смерти попадаете в рай. Хорошая мотивация! Даже для атеистов, которые и не помышляют быть причисленными к избранным божьим, деньги означают власть, положение в обществе и безопасность. Если вы можете позволить себе летать первым классом, вы в состоянии купить более хорошее отношение к себе. В вышедшем недавно на экраны фильме *A Civil Action* («Гражданский иск») главный герой, которого играет Джон Траволта, приезжает со своими сослуживцами в Нью-Йорк на переговоры с богатой фирмой. Они останавливаются в шикарном номере в отеле «Плаза», потому что не могут допустить, чтобы у их партнеров по переговорам зародились хотя бы малейшие сомнения относительно их

состоятельности. С точки зрения психолога, в этом сценарии не будет большой натяжкой следующее построение цепочки умозаключений: «я имею лучшее обслуживание», «я заслуживаю лучшего обслуживания», «я лучше других», «я один из избранных».

Деньги вызывают массу психологических осложнений. В статье, напечатанной в 1975 году в журнале *New York*, говорилось об установленной связи между сексуальной потенцией работников Уолл-Стрит и состоянием индекса Dow Jones. При росте индекса отмечалось снижение потенции. Приблизительно через 25 лет аналогичное явление было отмечено в Лондоне. В апреле 1999 года группа исследователей сообщила, что руководящие работники Сити, зарабатывающие более 80 тысяч фунтов, чаще жалуются на сексуальные проблемы, а 90% заявили, что секс им надоел.

Но ни одно из этих открытий не удивило бы Фрейда. Он утверждал, что страсть некоторых людей к наживе или накоплению денег управляется самыми примитивными инстинктами, уходящими корнями в детство. Еще одной значительной фигурой, пытавшейся разобраться в психологии прибыли, был американец Дэвид Макклелланд, чья работа *The Achieving Society* («Общество достижений») (McClelland, 1952) стала классической в 1950-х годах. Несмотря на различия в подходах, и Фрейд, и Макклелланд указывали на важность подсознательной мотивации и детских переживаний.

В большом количестве проведенных психиатрических исследований бедность связывается с депрессией и даже шизофренией. Психологию и психиатрию всегда больше интересовали неудачи, чем успехи, а также отклонения, а не нормальное поведение. Однако, меня здесь больше интересует отношение к деньгам нормальных и успешных людей. Исследований поведения нормальных людей в обращении с деньгами поразительно мало. Один центр в Эксетере специализируется на изучении вопросов, связанных с отношением людей к налогообложению. Лондонская школа бизнеса изучает психологию дилеров. Тем не менее, Фернхэм и Аргайл (Furnham and Argyle, 1998) в своей обширной работе признаются, что их поразило отсутствие исследований в этой области. Отсутствует даже базовая информация, как например, влияют ли на отношение британцев к деньгам их социальное положение и уровень образования.

Но несмотря на то, что исследования в этой области немногочисленны, большая часть этих работ подтверждает нашу отдаленность от рационального экономического человека и важность подсознания.

Историк из Гарвардского университета Джон Форрестер (John Forrester, 1998) отмечает, что не случайно первыми денежными инструментами были золото и серебро. Но оба этих металла были культовыми и обожествлялись задолго до того, как из них стали чеканить монеты, и они стали средствами обмена. Форрестер даже приравнивает фетишизацию золота и серебра к культуре фаллоса. «У золота, как и у пениса, длинный, безупречный и достойный почитания послужной список служения мерилем ценности», пишет Форрестер. (Не потому ли мы говорим «тратить пенис»?).

Один экономист усматривал связь между деньгами и фетишами. Джон Мейнард Кейнс написал, что любовь к деньгам является «одним из тех наполовину преступных, наполовину патологических свойств характера, в которые мы с трепетом посвящаем специалистов по психическим расстройствам». Кейнс также отметил, что в качестве средства сбережения деньги «бесплодны». Все остальные средства накопления капитала – золото, драгоценности, земля, соль – «приносят некоторый процент на капитал или прибыль. Так почему же мы, не являясь пациентами психиатрической больницы, предпочитаем использовать деньги в качестве средства накопления богатства?»

Американский журнал *Psychology Today* (Rubinstein, 1981) провел один из самых масштабных опросов на тему денег и проанализировал ответы 20 тысяч читателей. Читателям был задан вопрос, испытывали ли они за последний год какие-либо сильные чувства, свя-

занные с деньгами. 67% ответивших мужчин и 75% женщин сообщили, что деньги вызывали у них чувство тревоги. 46% мужчин и 54% женщин связывали с деньгами испытывавшиеся ими депрессии. Четверть мужчин и треть женщин испытывали чувство страха. Приблизительно столько же респондентов испытывали чувство вины и паники. Очень немногие испытывали чувство радости в этом контексте.

Те читатели *Psychology Today* не были бедными. Только 23% респондентов сообщили, что у них были проблемы нехватки денег. Таким образом, негативные эмоции в целом не были результатом бедности. Результаты опроса, проведенного журналом *Psychology Today*, а также опросов, проведенных Нэги, подчеркивают необходимость учитывать важное значение эмоций при изучении отношений людей к деньгам и инвестированию.

Психоанализ и деньги

Зигмунд Фрейд является наиболее значительной фигурой в попытках понять психологию наживы. И не потому, что его увлекали финансы, а потому, что он постоянно находил этот блок, тему или проблему в историях болезни некоторых своих пациентов. У одной из пациенток Фрейда в начале его карьеры, баронессы фон Либен был «истерический психоз на почве необходимости выплачивать старые долги», накопившиеся за 33 года, поскольку почтенная баронесса всегда отказывалась их возвращать. Интересно также, что в немецком языке слово «*Schuld*» означает и долг, и вину. Но невежественной ее не назовешь, поскольку баронессе также всегда удавалось избежать долговой тюрьмы. Фрейду понадобилось три года, чтобы вылечить ее. Фрейд изложил свои концепции о деньгах в работах *The Interpretation of Dreams* («Толкование сновидений») (1900) и *The Psychopathology of Everyday Life* («Психопатология обыденной жизни») (1905).

После Первой мировой войны Германия страдала от наиболее ужасной инфляции наших времен. Многие из психоаналитиков первого поколения были критиками существовавшего общественного строя и политическими реформаторами. Вильгельм Райх (Wilhelm Reich), бывший какое-то время любимым учеником Фрейда, вступил в коммунистическую партию и выделялся среди других тем, что его книги жгли и Гитлер, и американское правительство. Райх утверждал, что капитализм сам по себе является одной из форм массового невроза. О психологических расстройствах, которые могут вызвать деньги, писали в своих работах Альфред Адлер (Alfred Adler), Шандор Ференци (Sandor Ferenczi) и Карл Абрахам (Karl Abraham).

В 1960-х годах Эрик Фромм (Erich Fromm) написал культовую книгу *To Have or To Be* («Иметь или быть»), в которой противопоставил незрелую личность, измерявшую свою ценность деньгами и имуществом, более развитым личностям, не считавшим, что их ценность для общества зависит от того, сколько денег лежит у них в банке. Один из учеников Райха, Эрнест Берглер (Ernest Bergler), выделил различные типы личности из, как он выразился, «огромной армии денежных невротиков» (Bergler, 1958).

Поразительно, но я не смог найти ни одного уважаемого психоаналитика, давшего однозначно положительную оценку мотивации накопления денег. Американский психиатр Блэнтон (Blanton) в работе *Hidden faces of money* (1957) надеялся научить своих читателей ценить деньги, но подвергся жестокой критике со стороны своих коллег. «Его идеи это полнейшая деградация психоанализа» (Bornemann, 1976).

Критические суждения Фрейда о деньгах и его теория психосексуального развития

Четкое понимание взглядов Фрейда приходит после ознакомления с тем, что он написал о легенде о царе Мидасе. Мидас получил возможность загадать желание и загадал, чтобы все, до чего он дотронется, превращалось в золото. Мидас, как утверждал Фрейд, страдал ярко выраженным комплексом стяжательства. В жизни алчного царя произошел трагический поворот. Он обнаружил, что нельзя было трогать ни свою жену, ни детей, поскольку они тоже превратились в золото. Одержимость деньгами привела к полной изоляции.

Но в своих аналитических работах Фрейд критиковал не только легенды. Он язвительно отзывался о Карле Юнге (Carl Jung), долгое время считавшимся его последователем, из-за того, что Юнга слишком интересовали деньги. Фрейд считал Юнга типичным швейцарцем, охваченным страстью наживы, (а Юнг считал Фрейда типичным евреем, погрязшим в сексе). Фрейд поддразнивал и предостерегал Юнга, женившегося на очень богатой женщине и чувствовавшего себя финансово обеспеченным, от «комплекса стяжательства» (McLynn, 1996).

Приблизительно в 1909 году Юнг пожаловался Фрейду, что не может позволить себе взять на работу подающего надежды молодого человека, потому что это будет стоить ему слишком дорого. Молодой человек был распределен на работу ассистентом в больницу под Монтрё. Он был горько разочарован, поскольку мечтал учиться у Юнга. На это Фрейд заявил Юнгу, что тот позволил комплексу стяжательства одержать верх, и раз ему хотелось, то и следовало взять на работу того молодого человека, так как Юнг вполне финансово обеспечен.

Возможно, Юнг ничего не знал о судьбе, постигшей дядюшку Фрейда, Джозефа, и несколько лет защищался от нападок. Он объяснял Фрейду, что всегда уделял внимание деньгам, так как они в какой-то мере компенсировали его второстепенное положение в сравнении с Фрейдом. Безусловно, лукавый ответ, но, похоже, весьма льстивший Фрейду.

Фрейд отмечал, что процесс приобретения денег является по своей сути агрессивным действием, поскольку богатые имеют власть над бедными. Фрейд был знаком с Марксом, жаловавшимся, что деньги обращают преданность в неверность, любовь в ненависть, а добродетель в зло. Но несмотря на восхищение Марксом, Фрейд говорил, что коммунизм делает невозможным удовлетворение психологических потребностей. В работе *The Future of an Illusion* (1929) («Будущее одной иллюзии») Фрейд высмеял идеи возможности отказа от денег или развития общества до такого уровня, когда не будет частной собственности. «Я в состоянии видеть, что психологические предпосылки, на которых базируется эта система, являются несостоятельными иллюзиями».

Фрейд был уверен в несостоятельности этой иллюзии отчасти потому, что реакции на деньги и собственность происходят от самых первых ощущений ребенка – сосания материнской груди и дефекации. (Финансовым аналитикам это может показаться ненормальным, а, возможно, и омерзительным. Если у вас возникает именно такая реакция, напомню, что венские врачи угрожали Фрейду сообщить в полицию о его шокирующих идеях. Однако, те врачи не оставили заметного следа в культурном слое XX века).

Фрейд разработал сложную и влиятельную теорию психосексуального развития. Он выдвинул гипотезу, что с момента рождения и до начала латентного периода, который начинается приблизительно в возрасте семи лет, ребенок проходит оральную, анальную и генитальную стадии развития. Каждая из этих фаз получила название от отверстия, доставляющего ребенку наибольшее удовольствие на соответствующей стадии развития.

Самое первое удовольствие ребенок получает от сосания материнской груди. Он или она хватаются за грудь. Грудь обеспечивает им еду, комфорт и наслаждение. Сосать грудь изумительно. Некоторые дети фиксируются на этой оральной стадии, однако, годовалые дети обычно начинают двигаться дальше в своем развитии. Они уже не так сосредоточены на ощущениях, которые дает им рот, грудь или бутылочка, и начинают переключаться на экскрецию. Общество способствует усилению этого процесса, поскольку твердит нам, что детей необходимо приучать к туалету, считая это чуть ли не самой первой их обязанностью. Фрейд утверждал, что моча и дерьмо являются самыми первыми продуктами, производимыми ребенком.

Фрейд обратил внимание, что некоторых детей приучить к туалету труднее, чем других, и это может быть следствием биологических различий. Дети, испытывающие трудности в обучении управлению своими кишками, придают огромное значение расставанию с продуктами желудочно-кишечной деятельности. Они засиживаются на горшке. В возрасте 3-4 лет они часто все еще пачкают постель. Экскременты имеют для них особую привлекательность. Некоторые играют со своими экскрементами, размазывая их по игрушкам и мебели. Их экскременты это они сами. Фрейд утверждает, что у таких детей более высокий уровень анального эротизма.

Родители и няни часто гnevаются, допекают и грозят своим подопечным. Хорошие дети – чистые. Плохие дети – грязные. Часто дети долго противятся стараниям родителей. Я вспоминаю один случай, когда мой старший сын в возрасте четырех лет отправился погостить у наших друзей. Их сын, которому было четыре с половиной года, все еще спал с подгузником. Его родителей это смущало, поскольку они считали это его недостатком, но они перепробовали все средства. Мой сын Николас, увидев, как на его приятеля надевают подгузник, посмеялся над ним. Став объектом насмешек, друг Николаса избавился от своей проблемы раз и навсегда. Подгузники ему больше не понадобились.

К шести годам большинство пачкающих постель детей осознают, что с ними что-то не так. Некоторые начинают испытывать к себе отвращение. Фрейд утверждал, что неспособность контролировать свои естественные отправления вызывала у таких детей страх. Они начинали испытывать чувство стыда и страха от своей неопрятности.

Сублимация и формирование реакции являются ключевыми концепциями психоанализа. Эти грязные дети компенсировали свою запачканность, фиксируясь на чистоплотности. А наилучший способ оставаться чистым – не производить грязь. Если они не будут какать, они не могут быть грязными. Фрейд утверждал, что в результате такой фиксации анальной стадии у этих детей развивался анально-удерживающий тип личности. Они начинали страдать запорами и просто не могли «расстаться» с дерьмом. У некоторых вырабатывались навязчивые ритуалы, например, постоянное мытье рук, поскольку они ощущали их сильную запачканность. Они все время моют, потому что первоначальную грязь отмыть невозможно.

Все это, возможно, кажется вам довольно удаленным от жизни Сити или Уолл-Стрит? (Я уж не буду комментировать тот факт, что знаменитая реклама бренда Allied Dunbar была сделана в туалете компании). А в сущности Фрейд нашел свидетельства связи денег с дерьмом в совершенно неожиданных источниках. Его потрясли антропология и рифмы в сказках, Библии и других мифах. Он отметил удивительную тенденцию приравнивания денег к экскрементам. В Библии золото называется экскрементами дьявола. У некоторых культур раковины, используемые вместо денег, называются «испражнениями моря».

Но наиболее вескими свидетельствами в распоряжении психоаналитиков являются жаргон и обычный язык. Фрейд обратил внимание, что чиновников Федерального банка Германии называли «Ducatscheisser», что в буквальном смысле означало «испражняющиеся дукатами». Эти идеи были поддержаны Борнеманном (Bornemann, 1976). В своем словаре

Sex in Volksmund («Секс в народной мудрости») он изложил сотни примеров немецких и английских выражений, подтверждающих связь между деньгами и дефекацией. В немецком языке задний проход именуется золотым прииском, а туалет называется хранилищем золота, банком или даже биржей. На немецком жаргоне туалетная бумага именуется ценными бумагами, казначейским векселем или счетом-фактурой. Заняться большим бизнесом означает пойти в туалет. В XIX веке новичков на Лондонской бирже называли «shit breeches» – «засранцами в коротких штанишках». «Синепуговичники» был более приличным термином для их обозначения. Может быть, потому что новичок расстегивал синие пуговички, чтобы избавиться от коротких штанишек. Составитель *Dictionary of Slang* («Словарь сленга») Эрик Партридж (Eric Partridge, 1984) отмечал, что во времена королевы Виктории люди, чистившие туалеты, назывались «золотоискателями».

Борнеманн утверждает, что и в некоторых практически нормальных и приличных выражениях просматриваются подсознательные связи. В немецком языке, если вы испытываете финансовые затруднения, вас назовут запором, то есть ваши кредиторы не получили удовлетворения. В современном английском языке скаредного человека на жаргоне называют «сжатой задницей», а если кризис денежной наличности неожиданно и чудесным образом разрешается, вы опять становитесь ликвидным, т. е. «жидким». Борнеманн утверждает, что богатые валяются в золоте точно так же, как дети в грязи.

Наблюдения за детьми и пациентами в больницах подтверждают это. Венгерский психоаналитик Шандор Ференци (1930) высказал предположение, что между экскрементами и деньгами прослеживается четкая линия связи в процессе развития личности. Он аргументирует это тем, что младенцы часто играют со своими экскрементами в горшке. Дети, начинающие ходить, любят играть с мусором или грязью. В детском саду их учат, что играть с грязью или в грязи нельзя, поэтому они начинают играть с доступным заменителем грязи – песком. Многие детские психологи утверждают, что игра с песком детей постарше является сублимацией игры с экскрементами. Ференци доказывал, что следующей, более высокой стадией игры после песка является игра с галькой и камнями. В первобытном обществе камни часто использовались в качестве мерила ценности. Таким образом, Ференци строит наглядную лестницу: от экскрементов к грязи, затем к песку, а от него к камням. А играющий с камешками ребенок становится взрослым, играющим с монетами. В этом есть почти сюрреалистическая, но, тем не менее, поэтическая логика.

В общих чертах эта психоаналитическая теория проста. Детям с высоким уровнем анального эротизма труднее приучаться к туалету. Они противодействуют своей детской любви к грязи и дерьму, становясь анально-удерживающими личностями. Позднее такой тип анальной фиксации трансформируется из накопления экскрементов в накопление денег. Если раньше им было трудно и тягостно испражняться, то теперь им точно так же трудно и мучительно тратить деньги. Оба процесса подразумевают расставание. (Я теперь жду от банковско-строительной организации рекламной кампании, основанной на использовании накопительно-запорной связи).

Взрослые пациенты Фрейда рассказывали ему о снах и случаях, подтверждавших такую связь, по крайней мере, к удовлетворению Фрейда. В книге *The Interpretation of Dreams* («Толкование сновидений») (1900) Фрейд цитирует пациентку, которой приснилось, что она нашла зарытый клад внутри маленького деревенского сарайчика, очень напоминавшего туалет. Та же самая женщина рассказала Фрейду о сне, в котором она вытирала попу своей маленькой дочке.

В работе *The Psychopathology of Everyday Life* («Психопатология обыденной жизни») (1905) Фрейд приводит несколько случаев, когда амбивалентные к терапии пациенты тем или иным образом умудрялись не платить психоаналитикам за их услуги. Хуже всего были женщины. Проведя час на кушетке, они могли встать и сделать вид, что не взяли с собой

кошелек. Но это было не просто подлостью, а патологией психики. Эти женщины могли весь сеанс обсуждать интимные подробности своей сексуальной жизни. В их понимании, это уже было довольно дурным поведением, но еще и платить за эту привилегию – это было уже слишком. Некоторые говорили, что этим они оказывают психоаналитику услуги проститутки. Но проституткам платят за секс. А тут их просили платить за то, что они рассказывали грязные вещи.

Проводя еще одну связь между деньгами и сексом, Фрейд описывает один случай, когда старик только что женился на молодой девушке. Когда новобрачные подъехали к отелю, где собирались провести медовый месяц, новоиспеченный муж, обнаружил, что потерял бумажник с деньгами. Раз у него нет денег, то и спальни не будет, а если у них не будет спальни, новобрачному нет никакой необходимости рисковать, выясняя, в состоянии ли он удовлетворить свою сексапильную молодую жену. У этой истории печальный конец. Старик телеграфировал в Вену с просьбой выслать ему деньги. Отель позволил им остаться, но у старика не было эрекции. Однако, весь пережитый стресс позволил ему найти оправдание. У него бы все получилось, будь у него бумажник в кармане с самого начала.

Долг сыграл интересную роль в одном из наиболее известных случаев Фрейда – случае с Вольф Мадам (1979). Вольф Ман страдал от повторяющихся галлюцинаций, что крысы грызут его анальное отверстие. Фрейд выяснил, что у отца Вольф Мана, бывшего в ту пору унтер-офицером, в результате проигрыша появился карточный долг. Друг отца одолжил ему деньги для покрытия долга. Позже отец стал обеспеченным, женившись на богатой женщине, и пытался найти того друга, чтобы вернуть долг. Вольф Ман не знал, удалось ли его отцу найти своего благодетеля. Этот вопрос очень беспокоил Вольф Мана, когда тот сам задолжал некоему лейтенанту.

В решающий момент Вольф Ман рассказал Фрейду о сне, в котором он видел дочь Фрейда, и у той вместо глаз были две лепешки навоза. Этот сон, по мнению Фрейда, и отражал ключевой вопрос, волновавший Вольф Мана. Следует ли ему сохранять верность женщине, которую он любит, несмотря на ее бедность, или надо жениться на деньгах, как сделал его отец?

У психоаналитиков часто появляются слишком прямые подтверждения существования связи деньги-экскременты. Борнеманн описывает ряд пациентов, громко пукавших во время сеанса, заставляя психоаналитика таким образом расплачиваться своим носом за их лечение.

Шандор Ференци описывает одного пациента с заикленностью на монетах, которые он время от времени проглатывал. Затем он извлекал их из своих испражнений, начищал до блеска и заявлял, что лучший способ навести на монету глянец – это пропустить ее через желудок и кишечник. Ференци также отмечает, что узнал от своих пациентов о чрезвычайной «экономичности многих богатых людей в вопросе смены нижнего белья».

Ученик Фрейда Карл Абрахам описывает одного пациента, отец которого был богатым человеком (Abraham, 1979). Папа тренировал своих детей не ходить в туалет, пока есть силы терпеть, чтобы организм мог выжать из съеденного все до последнего грамма. Еда стоит денег. Так что, ваша обязанность получить от ваших инвестиций как можно больше.

Фернхэм и Аргайл сетуют, что по ряду психоаналитических теорий не были проведены эксперименты, и поэтому трудно сказать, представляют ли они какую-либо научную ценность.

Оральный тип личности и грудной возраст

Психоаналитические идеи о том, что побуждает людей делать деньги, были исследованы меньше, но по этому вопросу у Фрейда тоже есть теория. У младенца, получающего достаточно молока во время кормления грудью, закладываются основы для уравновешенной жизни. Однако, на основе рассказов пациентов Фрейд сделал вывод, что многие из них не получали достаточного удовлетворения от кормления грудью, и это преследовало их всю дальнейшую жизнь. Им все время хотелось компенсировать то, что они не получили в младенчестве. И одним из способов компенсировать свой всепоглощающий голод было пожиранье и захват всего, что попадало им в руки или в рот. Таким образом, миллионеры становились богатыми в отчаянной попытке преодолеть оральную неудовлетворенность. Однако, это была проигранная битва. Они могли сделать миллионы, но ничто не могло возместить им неудовлетворенность во время кормления грудью.

В 1950-х годах эти идеи получили развитие и значительную популярность. Берглер (1958) описывает несколько психологических типов отношения к деньгам. С точки зрения фондового рынка, наиболее интересны игроки, страдающие от оральной фрустрации и компенсирующие ее ощущением, что у них не должно быть неудач.

Конечно, ключевым здесь является вопрос, а есть ли во всех этих часто экзотических идеях психоаналитиков хотя бы частица истины. Фернхэм и Аргайл жаловались, что ряд психоаналитических теорий не были проверены экспериментально, и поэтому трудно сказать, представляют ли они какую-либо научную ценность. Однако, я считаю, что есть два сорта подтверждающих свидетельств:

1. эмпирические проверки теорий Фрейда, такие как работы Кляйна (Kline, (1972, 1993);
2. анализ рекомендаций продавать и покупать.

В статье, опубликованной в журнале *Financial Analysts Journal* («Журнал финансового анализа») (1998) Джеррод Уилкоккс (Jerrod Wilcox) написал следующее: «очень часто труднее принять решение о продаже акций, чем о покупке». На основе своего личного опыта он отметил, что «от инвестиционных стратегий или правил принятия решений часто труднее отказаться, чем создавать новые». Лёффлер (Löffler) пришел к аналогичным выводам.

Однако, наилучшим доказательством являются цифры. Ряд последних исследований был посвящен изучению рекомендаций брокеров покупать или продавать акции. Поражает количественная разница между рекомендациями покупать, держать и продавать. Карлетон и другие (Carleton, 1998) провели исследование степени влияния рекомендаций аналитиков и для этого взяли 4537 рекомендаций за пятилетний период. 51% этих рекомендаций были рекомендациями «покупать», чуть меньше 12% были рекомендациями «продавать» и 33% были рекомендациями «держат». Авторы сопоставили рекомендации брокеров и фирм, не оказывавших брокерские услуги. У брокеров только 2,99% рекомендаций были рекомендациями «продавать». Фирмы, не оказывающие брокерские услуги, выдавали рекомендации «продавать» чаще, но даже у них такие рекомендации составляли всего 9%.

Уилкоккс пришел к заключению, что в основе затруднений с принятием решения о продаже лежали социальные и психологические причины. Люди испытывали привязанность к купленным акциям. Если бы фирма приняла решение о продаже, это могло создать конфликт. Поскольку вы теперь знакомы с идеями Фрейда, эти цифры можно интерпретировать и по-другому. Они дают удивительное подтверждение силы анально-удерживающего типа личности. Анально-удерживающему типу личности очень трудно продать акции, избавиться от них, выбросить их. Против этого работает масса подсознательных факторов сопротивления.

В двух других эмпирических исследованиях высказывается предположение, что Фернхэм и Аргайл были сверхкритичны. Покойный Пол Кляйн (Paul Kline) не был фрейдистом, а являлся одним из выдающихся британских специалистов по психометрическому тестированию. Кляйна интересовало, есть ли связь между навязчивым поведением и анальным типом личности, и он разработал вопросник, в котором были такие вопросы, как «Когда вы питаетесь вне дома, думаете ли вы о том, как выглядят кухни?» и «Докучает ли вам постоянный контроль за своими финансами?» (Kline, 1972). Эти вопросы имели целью выяснить степень внимания, уделяемого субъектом контролю, который, как мы увидим, является ключом к пониманию различных отношений к риску.

Кляйн также показывал испытуемым мультфильм о собаке по кличке Блэки. Блэки попадала в различные неприятные ситуации, включая процесс дефекации между конурами ее родителей. Кляйн спрашивал испытуемых о степени беспокойства, которое они испытали от этого мультфильма. Он предполагал, что субъекты, принадлежащие к анально-удерживающему типу личности будут испытывать сильное беспокойство от того, что собака делала свои дела, да еще и вблизи от своих родителей. Кляйн установил сильную корреляцию между навязчивостью, включая навязчивость в денежных вопросах, и беспокойством, вызванным дефекацией Блэки в мультфильме. Кляйн пришел к выводу, что «данное исследование подтверждает фрейдистскую гипотезу об этиологии особенностей и симптомов навязчивости». Похоже, анальный тип личности действительно существует.

Исследование Кляйна является интересным дополнением к цепочке экскременты-золото-деньги, прослеживаемой в мифах, и позволяет сделать вывод, что фрейдистские теории могут кое-что предложить психологии рынка.

Мотивация стремления к прибыли

Исследований глубокой психологии очень богатых людей на редкость мало. В 1950-х годах классикой в этой области стала книга Дэвида Макклелланда *The Achieving Society* («Общество достижений») (McClelland, 1952). Он провел интенсивные исследования в различных группах людей с высоким мотивирующим стремлением к успеху. Как и Фрейд, он обнаружил, что корни этих устремлений уходят в детство.



На рисунке изображен мужчина, играющий в гольф. Как вы думаете, он играет в гольф, потому что:

- а) любит гольф;

- b) его жена настаивает, чтобы он практиковался;
- c) он хочет принять участие в Чемпионате любителей гольфа.

В книге «Общество достижений» Макклелланд доказывает, что у определенных индивидов очень высокая потребность в достижениях, или «nAch», как называет ее Макклелланд. Его интересовали субъекты, стремившиеся к экономическим достижениям.

Из ответов на этот вопрос такие индивиды обычно выбирают вариант «с». Им свойственны независимость, трудолюбие, уверенность в своих силах и стремление строить планы на будущее. Они осознают, что для достижения поставленных целей может потребоваться некоторое время, и готовы переносить значительные разочарования на пути к ним. Они готовы мириться с временными страданиями для достижения долгосрочной цели. Их потребность в достижении цели является продуктом воспитания, во время которого они узнали, что желания не исполняются сиюминутно. Исследования Макклелланда получили очень интересное применение при отборе на должности, связанные с финансами, поскольку они позволяют сделать вывод, что те, кто может спокойно переносить отсутствие немедленного вознаграждения, скорее всего будут наиболее успешными в долгосрочном плане.

К этой теории Макклелланд пришел с помощью истории. Он обратил внимание, что в определенные периоды истории отмечался всплеск экономических успехов. В Древней Греции такой подъем произошел чуть раньше IV века до нашей эры. В Англии энергичный экономический рост наблюдался во времена королевы Елизаветы I, а затем в середине XVIII века. Макклелланд проштудировал литературу того времени и обнаружил, что непосредственно перед началом экономического бума особое внимание в литературе уделялось таким темам, как мастерство.

Да и само время экономического бума XVIII века говорит о многом. Резкий подъем экономики произошел через 30 лет после краха Пузыря Южных морей. Очень даже вероятно, что люди таким образом отреагировали на ключевое событие века, протестуя против зла, приносимого биржевыми спекуляциями, и вдолбили своим детям необходимость трудиться по-настоящему, а не ждать немедленного вознаграждения.

В более поздних исследованиях Макклелланд обратился к изучению рассказов для детей. В конечном счете он намеревался учить детей вырабатывать в себе потребность в достижении успеха. Макклелланд говорил мне: «Мы установили, что некоторые подгруппы учат этому своих детей от рождения. По всему миру мы постоянно наткнулись на небольшие сообщества, очень успешно проявлявшие себя в бизнесе. Когда мы начинали выяснять причины, то обнаруживали, что они учат этому своих детей естественным путем, а мы пытались добиться того же самого искусственным образом.»

Теория потребности в достижениях прошла интенсивные проверки и доказала свою прочность. Макклелланд предсказывал, что в середине 1970-х в Великобритании наступят тяжелые времена, поскольку уровень мотивации достижения успеха в рассказах, опубликованных в 1950-х годах, был очень низким. Он предсказал экономический подъем в послевоенной Японии, потому что в детских рассказах, опубликованных после 1945 года, на первом плане были усилия по достижению цели. Оба предсказания сбылись.

Страх и алчность

Однако, Макклелланд не исследовал один из основных стимулов рынка – алчность. Алчность, конечно, изучалась, но не в применении к финансовой сфере. Психологи давно проявляли интерес к чувству голода и причинам, заставляющим животных и людей передать, но допускать, что в основе набивания желудка и оргий по набиванию карманов лежат одни и те же причины, было не очень разумно.

По страхам список литературы тоже длинный, но здесь опять же нет работ конкретно по влиянию страха на фондовый рынок. Грэй (Gray, 1993) в своем мастерском исследовании даже не упоминает страх потерять однажды деньги. Он указывает, что первые теории страха предполагали, что страх вызывается или громким звуком, или потерей физической опоры, или неизвестными раздражителями. Грэй делает обзор обильной литературы по тревожным состояниям, а как мы увидим позже, дилеры чрезмерно страдают от тревог определенного типа. Чтобы получить хоть какое-то представление о влиянии страха на рынок, нам придется полагаться не на работы, изучавшие инвесторов, а на исследования поведения бережливых людей. Существует большая группа любителей копить деньги, стремящихся максимально уйти от риска, но как мы увидим в главе, посвященной риску, ситуация в этом вопросе очень сложная.

Все же психоаналитики высказывались по поводу алчности. Психоаналитик Джоан Ривьер (Joan Riviere, 1937), утверждала, что алчность в действительности является отчаянными поисками любви. Вещи, которые мы потребляем, «становятся для нас, если мы их получаем, подтверждением того, что мы сами являемся хорошими и, следовательно, достойными любви». Когда мы что-нибудь теряем, включая деньги, появляется ощущение, что нас ограбили и лишили части нас самих, и это делает нас заслуживающими любви. Альфред Адлер, один из первых учеников Фрейда, разработал психологическую теорию, основанную на стремлении к превосходству, и утверждал, что страдающие корыстолюбием (он употреблял этот термин) пытаются использовать деньги для доказательства собственного превосходства (Adler, 1929). Но такие обобщения не очень нам помогут. В одной из последующих глав я рассмотрю идеи психоаналитиков о мотивациях инвесторов. К счастью, в этом вопросе есть несколько большая определенность.

Психология конформизма и «шумовые» трейдеры

По конформизму и стадному инстинкту, которые занимают третье место по частоте упоминания, работ значительно больше. Создается впечатление, что многие экономисты, опирающиеся в объяснениях поведения на стадный инстинкт, подразумевают, что существует только слепое подражание, оппозиции нет, как нет и сил, тянущих стадо в противоположном направлении. В последних экономических работах было выдвинуто понятие шумового трейдера, крайне зависимого от рыночного гвалта, слухов и сплетен, которым он слепо следует. Однако, и здесь не было проведено исследований с участием в опросах так называемых шумовых трейдеров. Нам предлагают сделать вывод об их существовании на основе статистических исследований, моделирующих работу рынка. Очень напоминает исследование Беноса, которые я критиковал в предисловии к этой книге.

Многие исследования по социальной психологии действительно показывают, что люди склонны к конформизму под давлением социума. Психолог Соломон Эш (Solomon Asch) был по национальности евреем и однажды, еще будучи мальчиком, спросил своего отца, почему на Пасху дверь держат открытой для Илии. Отец ответил ему, что если внимательно смотреть даже на закрытую дверь, то увидишь, как она немного приоткроется, поскольку это невидимый Илия присоединился к нам. Молодой Эш уставился на дверь и был уверен, что видел, как она приоткрылась.

Позже, когда Эш стал психологом, он, вдохновленный своим детским опытом, провел серию экспериментов (Asch, 1952). Испытуемые сидели в темной комнате и смотрели на три стержня различной длины. Затем им показывали четвертый стержень, а они должны были сказать, равен ли он по длине стержню А, В или С. Когда вся группа была неподготовленной, разногласий не возникало. Четвертый стержень был такой же длины, как стержень А. Однако, во втором эксперименте Эш использовал «подсадных». По его заданию все «подсадные» должны были говорить, что четвертый стержень равен по длине стержню С, хотя это было не так. Эш обнаружил, что когда в группу вводился «реальный» неподготовленный субъект, его озадачивало заявление первого «подсадного» субъекта о том, что четвертый стержень равен по длине стержню С. А когда с этим соглашались и остальные, все становилось еще хуже. Реальный субъект сначала смущался, а затем соглашался с остальной группой. Он не верил своим собственным глазам. Давление группы заставляло его соглашаться с ними. Однако, Эш работал в очень искусственной обстановке, поэтому так до конца и не ясно, «соглашались» ли субъекты с группой, потому что они действительно так чувствовали, или потому что просто не хотели противоречить другим.

Но на рынке обстановка не искусственная. Социальные психологи также установили, что между отдельными личностями существуют значительные различия. Не все так восприимчивы. В ходе исследовательских работ по изучению подверженности людей внушаемости во время допроса Гаддядсон (Gudjudsson, 1995) показал, что под влиянием стресса более 60% людей очень внушаемы. Ключевыми факторами внушаемости являются низкий уровень чувства собственного достоинства, ощущение, что ситуация управляется внешними силами (внешний локус контроля) и желание угодить другим.

Исследования поведения животных, проведенные в последние 30 лет, тоже показали, что со стадным поведением не все так просто, как мы привыкли думать.

Недостаточное изучение мотиваций и целей инвесторов позволяет людям более легко заявлять, что психология рынка является вопросом алчности, страха и стадного инстинкта. Само отсутствие таких исследований уже говорит о многом. Одной из причин может быть то, что такие исследования заставили бы экономистов изучать влияние факторов, с которыми они абсолютно незнакомы, таких как детский опыт, а также иррациональные и подсозна-

тельные силы. В превосходной работе *The Psychoanalysis of Money* («Психоанализ денег») Борнеманн (Bornemann, 1976) отводит главное место этим иррациональным силам и делает заключительный вывод, что «психоанализ денег должен привести к созданию терапевтических методов, которые излечат нас от интереса к ним».

В следующей главе я рассмотрю более приземленные факторы, влияющие на наше отношение к инвестициям – беспокойства, связанные с математикой и анализом информации.

Глава 3. Логический блюз, или как мы учимся ненавидеть информацию

Ричард Брэнсон недавно признался, что несмотря на успехи в бизнесе, ему всегда было очень трудно понять разницу между валовой и чистой прибылью. Би-би-си сняла о нем восхитительный репортаж, в котором он объясняет столь необычную для миллионера проблему. Однако, является ли проблема Брэнсона столь необычной?

В книге *Prelude to Mathematics* («Прелюдия к математике») У. Сойер (W.W. Sawyer, 1951), профессор математики Лондонского университетского колледжа, утверждает, что многие люди боятся математики. Сойер, любивший цифры и находивший ритм в их сочетаниях, считал, что этот страх отрезал многих из нас от источника удовольствия. Для него цифры были удовольствием. Некоторым профессионалам фондового рынка нравится копаться в цифрах и делать на их основе выводы о тенденциях. Изучение финансовой статистики для них любимое воскресное занятие. Однако, многим людям мысль о том, что копание в цифрах может доставлять удовольствие, кажется странной и даже некоторым извращением. У них цифры вызывают страх.

Сойер писал в те времена, когда еще не было информационной перегрузки. В этой главе я хочу рассмотреть, как люди справляются с информацией в наши дни, и особенно с финансовой информацией. Предполагалось, что рациональный экономический человек должен быть идеальной вычислительной машиной. Однако, как показывает действительность, многие из нас испытывают трудности в работе со статистическими данными и не понимают, какие выводы можно сделать на их основе. Некоторые типы личностей начинают испытывать сильное беспокойство во время такой работы и тщательно ищут возможные ошибки. Другие уверены, что они всегда правы и спешат перейти к следующей проблеме. Книг на тему инвестирования, в которых затрагиваются эти вопросы, мало. Возможно, их авторы считают слишком неприличным выяснять у человека, имеющего деньги на покупку 500 акций компании ВТ, в состоянии ли он понять все возможные последствия этой сделки, не говоря уже о балансовом или годовом отчете компании.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «ЛитРес».

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

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