

СОДЕРЖАНИЕ

Благодарности.....	15
Введение.....	17
Часть I	
Философия инвестирования.....	23
Введение.....	25
Глава 1. Играйте, как казино.....	27
Еще карту.....	27
От казны к богатству.....	30
Расстановка приоритетов процесса.....	33
Глава 2. Инвестирование — профессия или бизнес?.....	34
По донесениям разведки.....	34
Изучаем победителей.....	36
Инвестирование: профессия или бизнес?.....	39
Глава 3. Эффект Бэйба Рута.....	43
Играем, как Бэйб.....	43
Обратная сторона стереотипов.....	44
Быки, медведи и шансы.....	45
От внебиржевого рынка до внеипподромного тотализатора.....	47
Полезные аналогии.....	49
Глава 4. Разумная теория качественных признаков устарела.....	51
Обстоятельства важнее качественных признаков.....	51
Три шага к созданию теории.....	53
«Когда», а не «что».....	56
Глава 5. Рискованный бизнес.....	58
Наука о ракетах.....	58
От неопределенности к вероятности.....	59
Как прогнозы влияют на величину выигрыша.....	63

Глава 6. Вы эксперт?.....	64
Человек против машины.....	64
Где эксперты преуспевают?.....	65
Глава 7. «Горячая рука» в инвестировании.....	72
Пристрастие к закономерностям.....	72
Череда успехов и мастерство.....	73
Это не игра в орлянку.....	75
Череда успехов и удача.....	78
Глава 8. Время на моей стороне.....	79
Один раз или сто раз — какая разница?.....	79
Объяснение рискованной премии по акциям.....	81
Ценность бездействия.....	83
Графики вместо тысячи слов.....	87
Глава 9. Вся правда о вершущем.....	88
Менеджмент играет роль.....	88
Лидерские качества.....	89
Стимулы.....	91
Размещение капитала.....	93
Заключение.....	95
Часть II	
Психология инвестирования.....	97
Введение.....	99
Глава 10. Доброе утро! Приготовьтесь к стрессу!.....	102
Почему у зебр не бывает язвы желудка?.....	102
Почему управляющие активами страдают язвой желудка?.....	103
Сокращение горизонтов инвестирования.....	105
Берите пример с Одиссея.....	107
Глава 11. Все, что мне было нужно знать, я узнал на домашней презентации Tupperware.....	109
Чему меня научили бесплатно начищенные ботинки.....	109
Мать-природу можно обмануть.....	111

Все, что мне нужно было знать.....	113
Психология инвестирования.....	114
Глава 12. Все системы работают.....	116
Эмоции и решения.....	117
Два следует за одним.....	117
Эвристика эмоциональности.....	119
Когда опытно-эмоциональная система дает сбой.....	121
Эмоциональные реакции: индивидуальный и коллективный уровень.....	122
Глава 13. Любовь у гуппи.....	123
Гуппи видят, гуппи повторяют.....	123
Негативные и позитивные ответные реакции.....	124
Следуй за впереди идущим муравьем.....	125
Слухи как источник стадного поведения.....	127
Глава 14. Будьте осторожны с поведенческими финансами.....	129
Извините, но в ваши рассуждения вкралась ошибка.....	129
Игра для дураков?.....	131
Где бомба?.....	133
Деньги видят, деньги подражают.....	134
Глава 15. Призываем на помощь лорда Кейнса.....	135
Чего вы ожидаете?.....	135
Спекуляция и предпринимательство.....	136
Заглянем в бар El Farol.....	138
Самообман.....	140
Глава 16. Внутреннее чутье.....	141
Лучшие решения — не по уставу.....	141
Разрубая дерево решений.....	142
Натуралистическое инвестирование.....	145
Информация на заметку.....	147
Глава 17. Наблюдайте и анализируйте.....	148
Неравноценное «да».....	148
Тонкости оценки информации.....	149

Заблуждения, связанные с выборкой.....	150
Раскройте мне секрет, которого не знает рынок.....	152

Часть III

Инновации и конкурентная стратегия..... 155

Введение.....	157
---------------	-----

Глава 18. Дело братьев Райт.....	159
----------------------------------	-----

Инновации — это рекомбинация идей.....	159
--	-----

Откуда происходит наше благосостояние?.....	161
---	-----

Sic Itur ad Astra (Таков путь к звездам).....	164
---	-----

Созидательное разрушение — пришли, чтобы остаться.....	168
---	-----

Глава 19. Избавляйтесь от лишнего ради эффективности.....	169
---	-----

Слишком умный наполовину.....	169
-------------------------------	-----

Динамика инноваций.....	170
-------------------------	-----

Инвесторы, используйте свои мозги.....	174
--	-----

Глава 20. Опережая события.....	177
---------------------------------	-----

Утрата прайда.....	177
--------------------	-----

Ожидания Златовласки: холодно... горячо... то, что нужно.....	178
--	-----

Продавайте старичков, покупайте новичков.....	180
---	-----

Разум дает обещания, а тело не может их выполнить.....	182
--	-----

Ожидания и инновации.....	183
---------------------------	-----

Глава 21. А в вашем портфеле есть дрозофилы?.....	184
---	-----

Плодовые мушки и быстротечность.....	184
--------------------------------------	-----

В ловушке скорости?.....	185
--------------------------	-----

Эволюция инвесторов.....	189
--------------------------	-----

Глава 22. Играйте по правилам.....	191
------------------------------------	-----

Управление с прицелом на долгосрочную перспективу.....	191
---	-----

Уроки Deep Blue.....	192
----------------------	-----

Стратегии победителей.....	193
----------------------------	-----

Стратегия как свод простых правил.....	195
--	-----

Глава 23. Выживают наиболее приспособленные.....	197
От вершины до вершины.....	197
Ландшафт приспособленности.....	198
Смотрите, куда прыгаете.....	201
Другие параметры адаптации.....	202
Глава 24. Прострация от экстраполяции.....	204
Либо социальное, либо обеспечение.....	204
Нестационарность и исторические показатели цены/прибыли.....	206
Почему прошлое — не всегда пролог будущего?.....	206
Ограниченные параметры.....	209
Распакуйте (умственный) багаж.....	210
Глава 25. Я упал и не могу подняться.....	212
Доходность и рост.....	212
Смерть, налоги и возврат к среднему.....	213
Я упал и не могу подняться.....	216
Глава 26. Сотрудничество в позиционной войне.....	218
Сравнение с войной — жизнь или смерть?.....	218
Чем так отличаются свидание и брак?.....	220
Цена и прибыль.....	222
Глава 27. Большие ожидания (роста).....	225
Компетентное компаундирование.....	225
Проверка реальностью.....	226
Чем они больше, тем медленнее растут (или не растут).....	229
Не ищите убежища в воздушных замках.....	231

Часть IV

Наука и теория сложности..... 233

Введение..... 235

Глава 28. Разнообразьте свое мышление.....	238
Разум муравья.....	238
Удивительный лабиринт.....	239

	К знаниям через разнообразие.....	242
	Творческое мышление и инвестирование.....	243
Глава 29.	От меда до денег.....	245
	Умный муравей.....	245
	Коммивояжер? Следуйте за муравьем... ..	246
	Сверхъестественная прозорливость рынков предсказаний.....	247
	Фондовый рынок — высшая форма пчелиного роя?.....	249
	Мудрость пчелиного роя.....	250
Глава 30.	Глас народа.....	251
	Точность толпы.....	251
	Иголка в стоге сена.....	252
	Глас народа и быки.....	254
	Как использовать глас народа для оценки принтеров.....	255
	А как насчет фондового рынка?.....	255
Глава 31.	Миром правят толстые хвосты.....	257
	Опыт против риска.....	258
	Сногшибательные хвосты.....	259
	Что означают толстые хвосты для инвесторов?.....	262
Глава 32.	Интегрируя частности.....	264
	Вызов Бернулли.....	264
	Что значит «нормальный»?.....	266
	Санкт-петербургский парадокс и инвестирование в акции роста.....	269
	Интегрируя частности.....	270
Глава 33.	«Мечта зрителя».....	271
	За пределами мира Ньютона.....	271
	Классификация систем.....	272
	Фондовый рынок как сложная адаптивная система.....	274
	Как это применить на практике?.....	275

Глава 34. Изгоняем демона Лапласа.....	277
В этом виновата эволюция!.....	277
Демон Лапласа.....	279
Понимаем ли мы рынок?.....	281
Риски инвесторов.....	281
Глава 35. Больше законов в ваши руки.....	288
Применяйте распределение Ципфа.....	288
Чем больше изменений... ..	290
Возьмите закон в свои руки.....	294
Глава 36. Пирамида чисел.....	295
Почему в мире так мало слонов?.....	295
Найдите свою нишу.....	297
Уважаемый генеральный директор!	
Теперь мы в списке Fortune 50! А вы уволены.....	298
Экстраполяция ожиданий.....	301
Глава 37. Превратные эмоции.....	304
Туфли Hush Puppies и жестокость фондового рынка.....	304
Апчхи!.....	305
Экономисты, познакомьтесь с мистером Рынком.....	307
Человеческая сущность не меняется.....	308
Смотрите на рынок в перспективе.....	309
Глава 38. Лестница на небеса для держателя акций.....	311
Я тоже так могу!.....	311
Лестница на небеса для держателя акций.....	313
Делаем искусство менее абстрактным.....	313
И в хаосе есть порядок.....	316
Заключение.	
Будущее — за синтезом инвестирования.....	318
Примечания.....	323
Список литературы.....	356
Литература, рекомендуемая к прочтению.....	377

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

Эдвард Уилсон. Согласование

Благодарности

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

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

Дэн Каллахен, мой помощник по исследованиям в Legg Mason Capital Management, принял эстафетную палочку у Кристен, неутомимо работая над всеми аспектами этой книги. Он помогал обновить материал для первого и второго ее изданий, редактировал рукопись и координировал все внешние связи. Творческий, эффективный и яркий, Дэн — замечательный человек, которого я искренне рад видеть в своей команде.

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

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

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

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

Эти эссе опираются на работы многих известных ученых, но перечислить их всех у меня, к сожалению, нет возможности. Однако некоторые заслуживают особого упоминания — это Клейтон Кристинсен, Пол Дедодеста, Норман Джонсон, Скотт Пейдж, Джим Суровики и Дункан Уоттс. Спасибо каждому из вас за то, что вы так щедро делились со мной своими идеями. Предложения Стива Уэйта также оказались для меня чрезвычайно полезными.

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

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

Моя жена Мишель — неиссякаемый источник любви, поддержки и советов. Моя теща Андреа Мелони Шара принадлежит к той редкой породе бабушек, которые способны объяснить теорию систем и сыграть в футбол. Наконец, я хочу поблагодарить моих детей Эндрю, Алекса, Мэдлин, Изабель и Патрика за то, что они каждый день без усталости показывают мне, что такое разносторонность.

Введение

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

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

После выхода первого издания этой книги ко мне обратились множество читателей, чтобы сказать о том, насколько полезной и увлекательной оказалась для них игра с нетривиальными идеями. Большинство людей хорошо понимают всю ценность разностороннего мышления. Однако многие рассматривают подобную разносторонность как желательное, но вовсе не как ключевое условие успеха. Между тем я пришел к пониманию, что познавательная разносторонность совершенно необходима для решения сложных проблем.

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

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

В целом результаты были глубоко удручающими. Но Тетлок обнаружил, что прогнозы некоторых экспертов были точнее, чем у других. И отличались эти эксперты от остальных своим образом мышления. Эксперты, которые знали мало о многом, — разносторонние аналитики — показали лучшие результаты, чем эксперты, которые знали много о чем-то одном.

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

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

Некоторые черты характера способствуют успешному применению метода ментальных моделей. К счастью, это в основном те черты, которыми вы бы хотели обладать: интеллектуальная любознательность, честность, терпение и способность к самокритике. Умение решать проблемы не зависит напрямую от IQ. Как замечает Мангер, великая теория эволюции Чарльза Дарвина, изменившая

наш взгляд на мир, скорее отражает его метод работы, чем собственно его интеллект. С другой стороны, можно привести массу примеров того, как умные люди принимают плохие решения, проявляют негибкость или неспособность воспринять уроки психологии.

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

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

Институт Санта-Фе был создан группой ученых-единомышленников, решивших, что миру нужен новый тип научного учреждения. Эти ученые, каждый из которых отличился в своей области, признали тот факт, что традиционные университеты часто работают в академической изоляции: большинство профессоров проводят очень много времени со своими коллегами и редко пересекают междисциплинарные границы. Основатели SFI твердо убеждены, что гораздо более плодотворная почва для научных изысканий находится на стыке дисциплин, и решили ее культивировать. Если вы посетите университетский городок SFI, то услышите, как физики, биологи и экономисты включаются в общий разговор на горячую тему, обогащая его различными точками зрения.

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

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

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

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

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

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

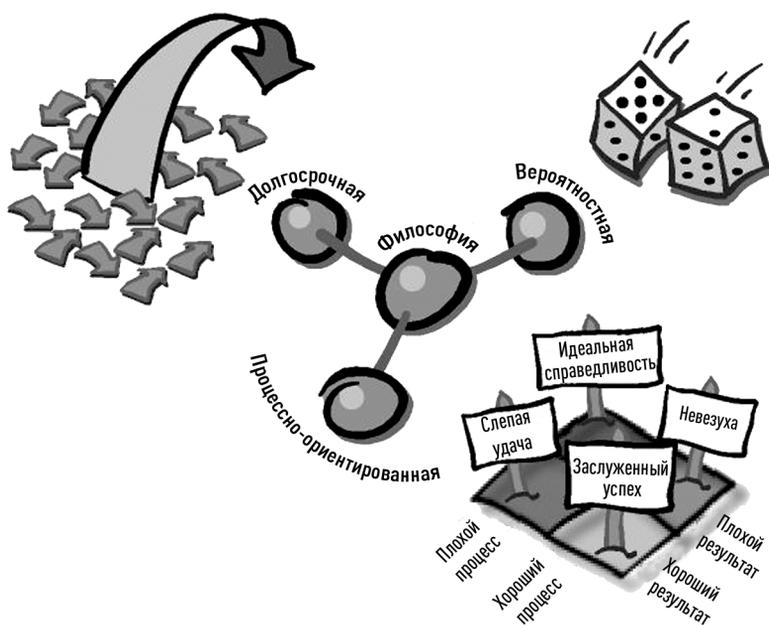
Это издание содержит обновленные таблицы и графики, а также новые главы в каждой части. Среди новых тем — оценка менеджмента, роль интуиции, применение теории игр и механизмы, запускающие колебания настроений рынка.

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

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

Часть I

Философия инвестирования



Введение

В один прекрасный день я получил по электронной почте благодарственное письмо от молодого человека, который прочитал одно из моих эссе. Мне было приятно, но поначалу я не придавал этому большого значения, — пока не обратил внимания на то, что он нашёл это эссе на сайте, предназначенном для *трейдеров*. Поскольку мое внимание фактически всецело сосредоточено на долгосрочном инвестировании, мне показалось странным, что трейдер нашел полезными мои идеи.

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

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

Успешность философии инвестирования больше зависит от темперамента, нежели только от интеллекта. Действительно, подходящий для инвестирования темперамент всегда побеждал высокий IQ. После того как вы создали надежный философский фундамент, все остальное — это обучение, упорная работа, сосредоточенность, терпение и опыт.

Все качественные подходы к инвестированию объединяет ряд общих моментов, которые подробно рассматриваются в собранных в этой части эссе. Во-первых, в любой вероятностной среде — будь то инвестирование, скачки или азартные игры — лучше сосредото-

Конец ознакомительного фрагмента.

Приобрести книгу можно

в интернет-магазине

«Электронный универс»

e-Univers.ru