

The Mind of Wall Street

LEON LEVY

with EUGENE LINDEN

Foreword by Alan Abelson



PublicAffairs

New York

The Mind of Wall Street

LEON LEVY

with EUGENE LINDEN

Foreword by Alan Abelson



PublicAffairs

New York

За кулисами Уолл-Стрит

ЛЕОН ЛИВИ

в соавторстве с ЮДЖИНОМ ЛИНДЕНОМ

Предисловие Алана Абельсона



Издательский дом "Вильямс"

Москва ♦ Санкт-Петербург ♦ Киев
2004

ББК (У)65.26

Л55

УДК 336 762

Издательский дом "Вильямс"

Зав редакцией *И М Макарова*

Перевод с английского *С В Кравченко*

Под редакцией *С В Кравченко*

По общим вопросам обращайтесь в Издательский дом "Вильямс" по адресу
info@williamspublishing.com, <http://www.williamspublishing.com>

Ливи, Леон, Лицен, Юджин

Л55 За кулисами Уолл-Стрит. : Пер. с англ. — М : Издательский дом "Вильямс", 2004. — 288 с. : ил. — Парал. тит. англ.

ISBN 5-8459-0669-5 (рус.)

Почему происходят биржевые кризисы? Стоит ли следовать рекомендациям биржевых аналитиков? Отчего падает курс доллара? На эти и многие другие вопросы отвечает известный американский финансист Леон Ливи в своей книге воспоминаний *За кулисами Уолл-Стрит*. Автор провел на знаменитой нью-йоркской бирже более полувека и досконально изучил ее нравы и обычаи. Книга дает прекрасное представление о финансовом мире США последних пятидесяти лет.

ББК (У)65.26

Ни одна часть настоящего издания ни в каких целях не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, если на это не получено письменного разрешения издательства Public Affairs, за исключением кратких цитат в статьях и обзорах.

All rights reserved. No part of this publication may be reproduced in any manner whatsoever without written permission except in the case of brief quotations embodied in critical articles and reviews. For information, address Public Affairs, 250 West 57th Street, Suite 1321, New York, NY, 10107.

Russian language edition published by Williams Publishing House according to the Agreement with RA Enterprises International. Copyright © 2004.

Authorized translation from English language edition published by Public Affairs, a member of Perseus Books Group. Copyright © 2002 by Leon Levy, Foreword © 2002 by Alan Abelson.

ISBN 5-8459-0669-5 (рус.)
ISBN 1-5864-8103-7 (англ.)

© Издательский дом "Вильямс", 2004
© 2002 by Leon Levy Foreword
© 2002 by Alan Abelson

*Моему отцу, Джерому,
а также моему брату Джею
и моему племяннику Дэвиду —
которые не дают угаснуть
отцовской экономической теории*

Оглавление

Предисловие	7
Введение	13
1 Разум не торжествует	31
2 Последис Джерома	43
3 Подходящий момент	63
4 Плеяда талантливых финансистов	95
5 Свежий взгляд на привычные вещи	111
6 Осторожно: авантюристы	131
7 Красавица и чудовище	147
8 Открывая истинную стоимость	169
9 Вот вам и эффективный рынок!	193
10 Фальшивые прибыли	211
11 Инвестирование под влиянием обстоятельств	237
12 Ставка не на акции, а на экономику	249
13 Уважай отца своего	267
Благодарности	279
Предметный указатель	282

Предисловие

Алан Абельсон

Уолл-Стрит можно обвинить во множестве бед. В начале 1990-х годов биржевики всколыхнули человеческое воображение мечтами о богатстве. Они заставили абсолютно здравомыслящих людей заниматься спекулятивными операциями невиданного размаха. В течение всего этого времени биржа Уолл-Стрит создавала возможность для бухгалтерских махинаций, способствовала превращению биржевых аналитиков в мелких жуликов, потакала и подстрекала махинации самых худших и недостойных представителей американского бизнеса. Но, наверное, наиболее непростительным и чудовищным ее грехом стала порожденная ею лавина злых книг, написанных задушеными инвесторами-миллиардерами, пытающимися "нести в массы" свои батальные размышления и представляющими напоказ подробности своих "триумфов".

Насколько мне известно, никакая наука не исследовала феномен возникновения такого чрезвычайного количества по-настоящему ужасных книг, написанных людьми, которые, кроме способности накапливать громадные суммы денег,

ПРЕДИСЛОВИЕ

отличаются в первую очередь непомерным самомнением. Какими бы достоинствами не обладали авторы этих книг (а все они, несомненно, обладают некоторыми достоинствами), среди них качество нет места умению логично и ясно излагать свои мысли. Многие из этих писателей стали живым доказательством того, что малограмотность не только живет, но и процветает.

Значит, еще одна плохая книга не нужна сейчас никому, это уж точно, особенно еще одна плохая книга об инвестициях. Таких творений предостаточно, чтобы удовлетворить самый извращенный вкус, и с каждым днем их количество растет.

Если такое начало предисловия к книге "За кулисами Уолл-Стрит" и такое представление ее замечательного автора, Леона Ливи, кажутся необычными, я отвечаю: да, это действительно необычно. Ведь вся привлекательность данной книги обусловлена прежде всего тем, что она разительно отличается от заурядных потуг полуграмотных писак с Уолл-Стрит. На этом фоне Леон Ливи представляется совершенно непохожим на обычного успешного инвестора-профессионала.

Эта книга объединяет в себе и воспоминания неутомимо любознательного и необычайно проникательного наблюдателя, и тонкое практическое руководство по инвестициям профессионала высокого класса, и исследование человеческой психологии — одной из главных движущих и потрясающих рынки сил. Книга очень далека от сухих научных трактатов. Более того, в ней живо чувствуешь образ ее автора, так любящего неожиданно менять тему, без тени надменности блистать интеллектом и остроумием. Вдобавок вся книга пронизана пикантными историями из жизни известных финансистов этой бурной и необыкновенной эпохи, а также из жизни великих финансистов-«злодеев» (здесь я рискую быть уж слишком многословным). За многими из этих персонажей Леон имел

ПРЕДИСЛОВИЕ

возможность наблюдать вблизи, и немало с кем ему приходилось вступать в “рукопашный” бой.

Сейчас особенно модно говорить о “прозрачности”, “открытости”, и в целях полной ясности я могу привести некоторые подробности своих личных взаимоотношений с Леопом Ливи. Мы с Леопом знакомы еще со времени учебы в старших классах школы и в колледже. Качества, делающие его настолько ярким представителем рода человеческого, — сердечность и щедрость, глубокий ум, чудесный ироничный юмор, псувядующее любопытство ко всему в этом мире, привычка смотреть на вещи нетрадиционно и видеть саму суть явлений. Все эти качества делают его повествование живым и запоминающимся. Мне кажется, что человек начинает формироваться еще в ранней юности, и почти все из перечисленных качеств были заметны уже тогда, когда шестьдесят лет назад мы вместе были старшеклассниками школы Таунсенд Харрис. Особенной чертой характера Леона была его некоторая отрешенность, о которой он упоминает в книге как о “качестве, которое большинство людей называет рассеянностью”. Он ненавязчиво настаивает, что он совсем не был рассеянным, просто “думал о других вещах”.

Леоп — храбрый парень, о чем свидетельствует выбранное им название книги¹. Вот пример откровенности, достойной подражания! В присутствии ему стыде он дает упреждающий ответ для остроловов, которые несомненно прокомментируют соседство в одном названии слов “разум” и “Уолл-Стрит”. Леоп сразу же объясняет, что именно он — тот специалист, который может исследовать разум Уолл-Стрит благодаря тому, что в колледже получил высший балл по аномальной психологии.

¹ Название книги в оригинале — “*The Mind of Wall Street*”, дословно — “Разум Уолл-Стрит”. — Прим. ред.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Описываемые в книге пятьдесят лет были для экономики и для биржи целой эпохой во всех значениях этого слова. Этот отрезок времени, так искусно и живо описанный Леопом, вобрал в себя удивительное разнообразие событий и головокружительных перемен. Но эпохальное событие, ставшее знаковым для полувекковой истории, свершилось накануне начала повествования. Речь идет о периоде, когда порожденная Великой депрессией психология, сковавшая развитие и экономики, и биржи, окончательно отошла в прошлое.

Последовавшие десятилетия были в равной мере отмечены и инновациями, и чрезмерным потреблением, и бурным развитием, и внезапными сокрушительными спадами. Для финансистов, как и для всего поколения, 1960-е годы были периодом потрясений. Десятилетие началось и закончилось спекулятивной лихорадкой, приведшей к краху финансового рынка. Во многих отношениях 1960-е годы стали генеральной репетицией второй половины 1990-х: то же превозношение менеджеров-финансистов в качестве современных героев, обнаружение "капитанами" бизнеса и промышленности возможности использовать бухгалтерские уловки для приумножения своего капитала, непомерное стремление к слияниям с целью создания видности роста, повальное увлечение первоначальными выпусками акций со всеми вытекающими отсюда печальными последствиями и вирус спекулятивной лихорадки, который попеременно заражал то Уолл-Стрит, то корпоративную Америку.

1970-е годы начались с углубления тенденций 1960-х, их более яркого проявления. Затем наступили диаметрально противоположные тенденции в сфере экономики и инвестиций. На протяжении десятилетия происходила девальвация доллара, было введено нефтяное эмбарго. Оба этих события способствовали развитию чудовищной товарной инфляции, бушевавшей большую часть десятилетия и проявившую себя уди-

ПРЕДИСЛОВИЕ

вительным и непостижимым образом в страсти ко всевозможному коллекционированию — от сборников комиксов до золотых монет.

В свою очередь, 1980-е годы, как становится ясно теперь, с позиции прожитых лет, были мини-репетицией первых лет нового столетия. Наиболее впечатляющее зрелище, подаренное ими, — магнаты в паручниках. Прежние магнаты, магнаты 1980-х, были крупными биржевыми торговцами с Уолл-Стрит, а генеральные магнаты — исполнительные директора крупных корпораций. Но если не упоминать должности, то они в целом ничем не отличаются друг от друга. Десятилетие стало гигантским генератором финансовых схем, оно обогатило человечество такими чудесными плодами его ума, как “бросовые” облигации; предложило инвесторам “полную защищенность” с помощью хитроумного механизма страхования портфеля (см. события 19 октября 1987 г.).

Великая лихорадка 1990-х годов, лихорадка “дугих компаний”, затронувшая половину населения, еще свежа в памяти, и следы разорвавшихся компаний еще очень хорошо видны. Рапы, напесенные экономике и миллионам инвесторов, — еще глубоки и свежи. Как будто вся страна сошла с ума на четверть лет! Это было занимательное зрелище для таких профессиональных наблюдателей, как я, и отличный материал для любого, в ком, как в Леоне, живет психикасмый интерес к аномальной психологии.

Как следует из всего вышесказанного, для человека такого умеренно скептического склада ума, такого терпения, любознательности, интеллекта и умения наблюдать за человеческой природой не могло быть периода более плодотворного для проникновения в мир Уолл-Стрит, чем это пятидесятилетие. Результат этого проникновения чрезвычайно полезен для читателя. Среди прочих достоинств книги — самое лучшее,

ПРЕДИСЛОВИЕ

наиболее точное и ясное объяснение причин краха фонда *Long-Term Capital Management*, краха, который грозил хаосом всей мировой финансовой системе.

Знакомство же с Леоном Ливи — доброжелательным, необычайно умным и эрудированным человеком, общением с которым мы наслаждаемся все эти годы, — принесет читателям книги “За кулисами Уолл-Стрит” истинное наслаждение.

Введение

Леон Ливи

Большую часть жизни мне приходилось читать о великих переворотах и потрясениях в истории — крахе Компании Южных морей, тюльпаномании, кризисе 1929 года. Но в конце 1990-х годов я понял, что пришло время самому описать крах дутых компаний — “мыльных пузырей” современности.

У меня две страсти: биржа и психология. Все, что происходит в мире, связано с принятием решений. Даже о “мыльных пузырях” не стоит говорить без рассмотрения психологических мотивов их возникновения. Настроения, царящие на рынке, влияют не только на биржевые котировки, но и на благополучие бизнеса в целом.

Всобщее увлечение акциями Internet-компаний убедило меня: именно сейчас пришло время осознать, что случилось с рынком, какую беду мы навлекли на себя и к чему, по моему мнению, это приведет.

Поэтому в начале 2000 года, когда показатели индексов *Nasdaq* и Доу-Джонса держались на рекордно высоких уровнях, я решил написать книгу о своих двух пристрастиях.

И вот два с половиной года спустя, летом 2002 года, мы видим дальнейшее развитие великой финансовой расплаты, последовавшей за тотальным увлечением акциями в 1990-е годы. Мы видим, как те конгрессмены, которые раньше потакали недостаточному контролю над рынком и финансовой отчетностью, в праведном гневе обрушиваются на директоров компаний *Enron*, *Adelphia*, *WorldCom*, воспользовавшихся снисходительностью Конгресса и невнимательностью инвесторов и хорошо набивших себе карманы. Мы наблюдаем за аналитиками, пытающимися объяснить, почему в личной электронной переписке они пренебрежительно отзывались о перспективах акций, в то же время публично давая рекомендации о чрезвычайной выгоде их покупки, даже в тот момент, когда рекомендуемые ими компании на всех парах приближались к банкротству. Мы узнаем о многочисленных случаях использования компаниями бухгалтерских уловок для отображения высокой "формальной" прибыли, вплоть до того момента, когда эти компании оказывались неплатежеспособными по своим облигациям из-за отсутствия средств. И мы видим вереницу бухгалтеров, которым внезапно стало очень трудно разбираться в элементарной бухгалтерской отчетности.

Такое зрелище доставило бы большое удовольствие, если бы не 7 трлн. долл., потерянных инвесторами от снижения стоимости активов по сравнению с точкой пикового подъема рынка, что уничтожило мечты и пенсионные счета многих американцев. А то ли еще будет! Мои предчувствия, основанные на пятидесятилетнем опыте работы в финансах, подсказывают мне, что мы дошли всего лишь до третьего акта пятиактной шекспировской трагедии. Да, цены акций упали с

их головокружительных высот, но ни потребители, ни инвесторы еще не осознали опасности удушающей долговой петли, угрожающей финансовому миру. Они еще не поняли, что отныне оставаться конкурентоспособными на мировом рынке будет все труднее — ведь рынок перегружен чрезмерными мощностями и незадействованной рабочей силой в практически каждой отрасли экономики. Даже при нынешних низких ценах рынкам будет непросто справиться с уменьшением и возможным оттоком массивной волны иностранных инвестиций, поступивших в их распоряжение в прошлом десятилетии. Потребители же как раз сейчас начали больше сберегать и меньше тратить (почти неизбежный результат наступающих тяжелых времен, который приведет к драматическому финалу).

Конечно, мы уже бывали в такой ситуации раньше, и это хорошо. Плохо то, что одним из этих “раньше” были 1930-е годы, когда понадобилось больше десятилетия и мировая война, чтобы “переварить излишества” 1920-х годов. Были и другие бумы и обвалы — в “жизнерадостные” 1960-е годы и обеспеченные 1980-е; вспомним Айвана Бески, Майкла Милкена и других...

Этот экскурс в прошлое напоминает старый как свет мотив: хорошие времена приучают к снисходительности, снисходительность порождает ненадежные расчеты, а те, в свою очередь, — тяжелые времена. Это простое чередование так же предсказуемо, как человеческая алчность. Пока цены акций растут, никто не обращает внимание на недостатки в правовом регулировании и ведении бухгалтерской отчетности. Но, припугивая реальность и скрывая затраты (с целью дальнейшего роста курса акций компании и получения премиальных высшими руководителями в результате реализации своих опционов), компании такими своими действиями предопределяют неизбежный час расплаты. В определенный момент банкиры, держатели облигаций или другие инвесторы требуют доказательств на-

личия у компании средств для оплаты своих долгов. Вот тогда-то заканчивается праздник и начинается похмелье. Рынок терпит крах, а завышенные прибыли и недостаточный контроль оказываются предметами пристального внимания.

Известен и круг "плохих парней". В который раз обладатели капиталов убеждаются, что энергичные и настойчивые клиенты, обращающиеся к ним для получения финансирования, не всегда вполне добросовестны. Обществом на собственном опыте чувствует то, что давно уже известно финансистам. В конце 1990-х годов мы видели, как такие недобросовестные компании обратились к рядовым американцам за капиталами, пользуясь романтической привязанностью инвесторов-новичков к рынку акций, пребывающему на подъеме. И участники шумных рекламных кампаний, и уважаемые брокерские конторы, и взаимные фонды вели разговоры о "новых парадигмах" и неограниченном потенциале Internet, а общественность "велаась" на эти разговоры.

Никто не может искать оправданий, говоря, что не было признаков надвигающейся катастрофы. Такие издания, как *Wall Street Journal*, *Barron's* и *New York Times*, много и правдиво писали о недостаточном контроле над бухгалтерской отчетностью и об опасности чрезмерной задолженности компаний. Даже в конце 1990-х годов, в условиях "перегретого" рынка, в финансовой прессе высказывались многочисленные предупреждения о мириадах других "монстров", скрывающихся за кажущимся внешним благополучием. Но, пользуясь выражением Боба Доула, где были гневные возмущения? Теперь же, когда финансовые уловки привели к триллионным потерям инвесторов, все хотят ужесточить пормы бухгалтерской отчетности и запясться расследованием других злоупотреблений. И так было всегда. Как показывает история, на протяжении

нии 400 лет правительства вводят более жесткие требования лишь после обвала рынка.

Когда рынок на подъеме, общественность не принимает во внимание плохие новости, когда рынок на спаде — никто не верит хорошим новостям. В период экономической рецессии первых лет правления администрации Рейгана, среди царившей всеобщей растерянности никто не верил очевидной истине, что этот спад представляет один из лучших моментов для покупки акций за все оставшееся до конца столетия время. Многим инвесторам в 1982 году, разочарованным нестабильным рынком акций предыдущего десятилетия, было психологически трудно “переключиться” на акции. Флойд Норрис привел в газете *New York Times* предупреждение Джеймса Фримена, директора по исследованиям банка *First Boston*, о том, что рынок застыл “перед окончательным падением” — как раз в тот момент, когда начался длившийся следующие два десятилетия рост курсов акций.

Инвесторы часто впадали в панику, реагируя на катастрофические прогнозы таких экспертов, как Фримен. В 1982 году США переживали глубокую рецессию, но в этом же году произошло окончательное обуздание великой инфляции 1970-х годов, инфляции, подрывавшей веру в экономику и стабильность доллара. Как только ограничения на количество денег в обращении, введенные Федеральной резервной системой, остановило развитие инфляционных процессов, процентные ставки упали. В дополнение к этому администрация нового президента Р. Рейгана уменьшила ставки налогообложения и ослабила регулирование, тормозившее развитие предпринимательства. Если бы в 1982 году инвесторы осознали, в какой выгодной для ведения предпринимательства ситуации они оказались благодаря понижению ставки процента (по сравнению с прежним периодом жесткого регулирования и высоких

ВВЕДЕНИЕ

процентных ставок), они смогли бы предвидеть последующий резкий рост инвестиций. В следующие годы рост инвестиций в большой степени определял рост доходов и головокружительный взлет цен акций.

Но, следуя логике господствовавших в то время настроений, инвесторы считали вполне целесообразным оставаться в роли наблюдателей. Мы, инвесторы, очень хорошо разбираемся в настроениях прошлого — например, настроениях “бушующих двадцатых”, Великой депрессии, “свингующих шестидесятых”, но не замечаем веяний настоящего. Когда же мы научимся вовремя замечать изменения, происходящие в мире?

Иногда такие изменения происходят внезапно. Атомная бомбардировка Хиросимы в одночасье и навсегда изменила расклад в конфликтах великих держав. Но чаще изменения нарастают постепенно, а заметные признаки таких изменений нередко приписываются за проявления обычных колебаний конъюнктуры. Лишь позже приходит осознание того, что ситуация изменилась в корне. Немногие из представителей прессы, наблюдавших за первыми телевизионными президентскими дебатами между Джоном Ф. Кеннеди и Ричардом Никсоном в 1960 году, осознавали тогда, что зарождающееся на их глазах средство массовой информации в будущем до неузнаваемости изменит методы ведения президентских кампаний. И в самом деле, иногда великие изменения в обществе мы замечаем благодаря самым бапальным событиям.

В момент недавнего наивысшего подъема рынка я прочитал сообщение о том, что государственный пенсионный фонд Калифорнии уволил одного из своих менеджеров в связи с осуществлением им инвестиций в облигации Казначейства США. Видя, что рынок находится “в перегретом” состоянии, менеджер просто пытался защитить средства фонда от надвигающегося падения курсов. Его руководство посчитало дейст-

вия менеджера глупым консерватизмом. Естественно, увольнение менеджера фонда нельзя сравнить с такими сенсациями, как обвал тайландской валюты, бата, в 1997 году, или российский дефолт годом позже, или скандалы 2001–2002 годов в связи с махинациями в бухгалтерской отчетности, или с другими недавними событиями, всколыхнувшими финансовый мир. Тем не менее статья о неудачливом менеджере привлекла мое внимание, поскольку 50 лет назад, когда я появился на Уолл-Стрит, правила были совершенно иными. В большинстве штатов закон *не разрешал* менеджеру доверительного фонда инвестировать в акции сверх отведенного минимума (%) активов фонда. Если бы менеджер инвестиционного фонда попал из 1950-х годов в поздние 1990-е, он бы не понял, как это могут уволить за инвестирование средств в облигации! Это так же абсурдно, как утверждать, что сладости полезны для здоровья! В то время, когда еще были свежи воспоминания о Великой депрессии, распорядители деньгами вкладчиков весьма неохотно инвестировали в акции ввиду их повышенной рискованности.

Итак, эта небольшая заметка в газете дополнительно подстегнула меня пристальнее взглянуть на вопросы, связанные с необычайными временами конца 1990-х годов. Почему на протяжении моей карьеры на Уолл-Стрит восприятие риска стало совершенно противоположным? До обвала котировок на бирже *Nasdaq* некоторые утверждали, потому что мир изменился, мы вступили в эру “новой экономики”, и благодаря новым технологиям, политике свободной торговли, совершенным методам исследования потребительского спроса и отслеживания товарных запасов рецессии навсегда канули в прошлое, а риск вложений в акции сократится до минимума. А через некоторое время произошло “разбухание” активов и производ-

ственных мощностей (особенно в компаниях “новой экономики”), и США вступили в период рецессии 2002 года.

Можно только надеяться, что опыт научит распознавать явления, которые не подвержены изменениям, а приходят на смену друг другу, подобно веяниям моды. Мне нравится реплика, приписываемая Марку Твену: “История не повторяется, в лучшем случае она находит подходящую рифму”. Я неоднократно замечал, что инвесторы склонны начинать разговоры о “новой экономике” тогда, когда хотят обосновать действия, необъяснимые с позиций обычного анализа. Поэтому изменения в восприятии риска свидетельствуют не о наступлении новой эры, а об игнорированном, но чрезвычайно важном факторе всех рынков прошлого, настоящего и будущего — факторе влияния психологии.

В 1950-е годы инвесторы прекрасно осознавали, что курсы акций могут и расти, и падать. На волне недавнего взлета акций Internet-компаний, когда доход от акции рассматривался как тормоз роста, казалось абсурдным правило инвесторов 1950-х годов: покупать акции, когда компания зарабатывает деньги, и продавать акции, если есть возможность получить больший доход от первоклассных облигаций. Прежде инвесторы понимали, что акции по своей природе более рискованны, чем облигации, и если дивидендная доходность акций становится меньше доходности облигаций, это значит, что акции переоценены. Представьте себе, с каким презрением отнеслись бы к инвестору, пытающемуся в 1999 году применить на практике это правило! Ему пришлось бы включить в свой инвестиционный портфель акции компаний — производителей табачных изделий, возможно, акции коммунальных предприятий, и пару тройку других бумаг. Впрочем, теперь, три года спустя, доходы компании опять становятся фактором всеобщего интереса.

До момента обвала акций Internet-компаний в 2000 году и распространения кризиса на другие отрасли большинство инвесторов — тех, кто родился после 1960 года, — помнили лишь длительный период роста рынка, начавшийся в 1982 году. За исключением короткого, но болезненного обвала 1987 года и непродолжительной рецессии в 1991 году, опыт инвесторов вплоть до 2000 года доказывал, что в конечном итоге курс акций постоянно растет. Поэтому совсем не удивительно, что они были готовы верить рыночным теориям, которые их предшественники за несколько десятилетий до того считали бы смехотворными.

Последний раз столь необузданный оптимизм можно было наблюдать накануне краха в 1929 году. Тогда финансовые издания пестрели до странности знакомыми рассуждениями о возникновении новой экономики, благодаря которой курсы акций в обозримом будущем будут расти. Распространение в 1920-е годы дешевых автомобилей, развитие массового производства, повсеместное появление радио, телефона и электрической энергии привели к таким глубоким сдвигам, что можно едва ли не с большим правом утверждать о появлении новой экономики в 1920-е годы, а не в высокотехнологичные 1990-е. (Правда и то, что развитие технологий массового производства в 1920-е годы дало США возможность позже принять участие во Второй мировой войне.) Как бы там ни было, реалии “старой экономики” обнажали всю уязвимость “новой экономики”.

Привычка поколений забывать о своем прошлом очевидна и проста, но она оказывает огромное влияние на события. Рынок влияет на психологию инвестора, но и психология последнего также влияет на рынок. Все мы как будто проживаем три жизни: свою жизнь, жизнь своих родителей, жизнь своих детей. События, пережитые нами, особенно в юности, запечатлеваются в памяти наиболее живо. Все, происходящее за пределами памяти

этих трех поколений, приобретает абстрактный характер просто потому, что непосредственно не связано с нашей жизнью. Я могу постоянно предупреждать молодого турка об ужасах краха биржи или экономической депрессии, но вряд ли это окажет должное впечатление на человека, не пережившего такие события на собственном опыте. Если общество забывает, а затем повторяет ужасы войны, то оно несомненно забудет временную разруху, вызванную крахом биржи.

Давайте постараемся уяснить роль психологии при принятии вами инвестиционных решений. Что вы думали или чувствовали, покупая или продавая акцию или облигацию? Что заставляло вас позвонить биржевому брокеру? В какой мере на ваше решение влияли настроения и интуиция, в противовес трезвому анализу? Какие предположения заставляли вас обращать внимание на ту или иную информацию? Почему одним сообщениям вы придавали больше значения, чем другим? Какие факторы влияли на ваше решение?

Теперь постарайтесь представить, что чувствовал человек, с которым вы осуществляли сделку. Инвесторы склонны забывать о том, что ваш визави также со своей стороны проанализировал ситуацию. В каждой сделке есть гений и глупец, но распределение ролей проявляется много позже.

Инвестирование — действие в равной мере и экономическое, и психологическое. Даже те, кто строит свои решения на холодном расчете и основываются на фундаментальных истинах, рано или поздно обнаруживают, что последние также подвержены веяниям времени. Это, в свою очередь, означает, что фундаментальные истины иногда не столь уж фундаментальны. В 1970-е годы многие инвесторы каждый четверг ожидали очередного обнародования Федеральной резервной системой показателя M_1 — показателя количества денег в обороте, и в зависимости от того, насколько он соответствовал их

ожиданиям, покупали или продавали ценные бумаги. Сейчас все эти толпы ожидающих новостей об изменении показателя M_1 , чтобы затем в соответствии с ним принять решения об инвестициях, почти исчезли.

Несмотря на очевидность того, что рынок развивается, во многом основываясь на текущих предположениях и настроениях, традиционная экономика сводит роль психологии в развитии свободного рынка к минимуму. Такое положение странно, поскольку и “финансовые гуру”, и экономисты постоянно говорят о настроении рынка. Тем не менее, как только они садятся анализировать отдельную акцию, отрасль или рынок, у них проявляется склонность считать рынок рациональным и эффективным.

Такие воззрения очень опасны для “экономического здоровья”. Еще опаснее приписывать успешные действия на рынке рациональному анализу. Инвесторы, преуспевающие на каком-либо этапе развития рынка, часто наименее способны уловить момент изменений. Вполне возможно, что они психологически менее подготовлены, чтобы извлечь прибыль из зарождающегося нового рынка. Для чего им менять то, что так хорошо работало? Большинство героев “жизнеперестройки” 1960-х превратились в 1970-е в бесполовых баранов. Мы еще увидим, какая судьба ожидает в будущем героев “великого подъема” конца 1990-х.

Но рынок предъявляет еще более жесткие требования. Недостаточно уловить момент изменения “правил игры”. Когда происходят глубокие изменения на рынке, инвестору зачастую необходимо полностью поменять свой подход и принять на вооружение тактику, целиком отрицающую методы, которые прежде приводили к успеху. Аdeptам так называемой “новой экономики” будет нелегко привыкнуть к реалиям, если участники рынка станут опять основывать свои решения на

таких "диковинных пережитках" старой экономики, как доходность и дивиденды.

Вывод: настроения или психология инвестора — такой же важный фактор рынка, как и информация. Но чтобы применить данное знание к своему поведению, требуется громадный самоконтроль. Я столкнулся с особенно ярким проявлением этого парадокса в 1962 году. Тогдашний Президент Дж. Кеннеди оказывал жесткое давление на представителей стальной промышленности, пытаясь не допустить повышения цен. Мне казалось, что все закончится рецессией. Я со своими коллегами по компании *Oppenheimer and Company* собрал высших руководителей-финансистов и попросил их поделиться соображениями об общих перспективах рынка и о перспективах тех акций, которыми занимались они персонально. Все согласилось с моим мнением, что на рынке, вероятно, последует спад. Затем я проанализировал оценку перспектив отдельных акций, акций, на торговле которыми эти менеджеры специализировались. Я суммировал их оценки, вывел среднюю величину и обнаружил, что эти же менеджеры предсказывают общий рост курса акций на 15%! На самом деле, инвестиции фонда обесценились приблизительно на 30%.

Большинство людей подвержены чрезвычайно опасной форме самообмана: они считают, что даже в условиях падения курса акций купленные ими акции (исходя из их довольно своеобразного понимания ценности) не пострадают. Нагромаждая иллюзии, большинство склонно верить, что при любых обстоятельствах сможет реализовать ценные бумаги на уровне их стоимости или около того.

Оба мнения абсолютно ошибочны. Ошибочность второго предположения можно продемонстрировать с помощью простой арифметики. Большинство инвесторов продают одни акции, чтобы купить другие. Только незначительное мень-

шинство переводит средства из акций в облигации или в наличные деньги. Пускай каждый год оборот акций, зарегистрированных на всех биржах, составляет 70% от их общей стоимости. Допустим, что каждый год 10% акций продают инвесторы, покидающие рынок акций. Это значит, что лишь 7 из каждых 100 акций продаются людьми, отдающими предпочтение наличности по сравнению с акциями. Таким образом, шанс покинуть рынок акций на пике их стоимости в год самого высокого подъема составляет 7 случаев из 100, или что-то вроде 1 из 15. Лишь немногим инвесторам это удастся. Остальные остаются в проигрыше, либо ожидая повышения стоимости до прежнего показателя (многие почему-то считают, что рынок откуда-то “знает” или почему-то “учет” уплаченную ими цену за акции), либо соглашаясь на меньшие доходы или потери.

Когда акции обесцениваются, исчезают деньги. Так, 400 млрд. долл. рыночной стоимости компании *Cisco*, исчезнувшие при обвале акций высокотехнологичных компаний, и уменьшение рыночной стоимости компании *Enron* на 70 млрд. долл. — все это исчезнувшие деньги, если не считать крошечной части, заработанной теми, кто продавал акции до падения курса. Исчезнувшая рыночная капитализация имеет ощутимые последствия: на такую же сумму уменьшается количество денег для финансирования инвестиций или потребления.

Исчезают деньги, а с ними такой важный фактор, как доверие. Обществом извлекается для себя уроки и понимает, что ни компаниям, ни аналитикам, якобы оценивающим перспективы этих компаний, доверять нельзя. Не всегда можно положиться на независимых аудиторов, подтверждающих отчетность компаний, не всегда можно рассчитывать, что финансовая полиция Комиссии по ценным бумагам и биржам своевременно остановит мошенников. Без доверия к информации или учреждениям рынка люди не станут покупать его товар.

Сжатие рынка напомнило нам всем, что ни у кого нет универсального средства по достижению успеха на рынке. Это не значит, что никто не может достигнуть успеха на рынке, это значит, что всякий инвестор должен с крайней осторожностью относиться к обещаниям автоматического получения прибыли. Большинство инвесторов знают это, но люди любят упорядоченные схемы. Помню, однажды в Монте-Карло я гостил у подруги моей матери — любительницы азартных игр. Она была вдовой успешного бухгалтера и хранила прах своего мужа в вазе на камине вместе с прахом любимой собаки Гиллиган. Как-то, наблюдая за ее игрой в рулетку и желая состричь, я сказал: «Вы не замечали, что часто цифры, выпадающие за одним игровым столом, через несколько минут выпадают за другим?» Так и не поняв подвоха, она ответила: «О, да! Это эффект эхо. Его используют многие игроки».

Конечно, пример целен, но подобное стремление к упорядочению непредсказуемого мира заставляет даже наиболее изощренных инвесторов на основе своих успехов строить столь же нелепые схемы. Я всегда с недоверием относился к разнообразным теориям, объясняющим природу рынка, а опыт моей деятельности как инвестора лишь усилил такое предубеждение. Очень маловероятно, что мы сможем найти универсальную теорию рынка — уравнение с переменными, позволяющее инвестору подставить числа и получить ответ об оптимальном варианте вложения средств. В той мере, в какой рынки подвержены влиянию человеческой психологии, они противостоят построению любой стройной теории либо системы.

Кроме фактора непостижимой человеческой психологии, существует также фактор неполноты нашего знания о мире. Проще говоря, мы не знаем того, чего мы не знаем. В начале 1970-х годов все расчеты стоимости строительства нефтепровода на Аляске были сведены к нулю, поскольку защитники

окружающей среды добились судебного запрета на осуществление проекта до тех пор, пока не будет изучено и нейтрализовано влияние такого строительства на популяцию канадского оленя карибу. Считалось, что сооружение нефтепровода в том виде, в котором он планировался, нарушит обычные маршруты миграции карибу, животного, питающегося лишайником и обитающего в одних из самых неблагоприятных условиях жизни на Земле. Изучение вопросов, связанных с популяцией карибу, задержало сооружение нефтепровода на восемь лет. Поскольку время — деньги, изменение сроков строительства заставило владельцев нефтепровода, компанию *Atlantic Richfield*, пересмотреть цену облигаций, предназначенных для финансирования проекта. Канадский олень и другие подобные явления всегда имеют тенденцию возникать в больших проектах, и с тех пор профессиональные инвесторы называют такие явления “фактором карибу”.

Если природа человека делает рынки несовершенными, подверженными настроениям, а фактор карибу способен разрушить самые точные расчеты финансистов, напрашивается вопрос: как можно вообще надеяться заработать деньги на таком рынке? Но, хотя рынок внутренне непредсказуем (в этом отношении правы сторонники теории эффективного рынка), решения правительства и поведение основных его участников всегда содержат “ключи” к пониманию тенденций и открывающихся возможностей. Этим-то и может воспользоваться внимательный наблюдатель.

Для достижения успеха в финансах необходимы хорошие идеи, умение видеть перспективу, способность творчески воплотить свою стратегию и извлекать прибыль из своей интуиции. Но этих умений недостаточно. Ни одно из этих качеств не принесет вам пользу, если у вас не хватит выдержки следовать своей стратегии, когда рынок начнет испытывать ваши убеж-

дения на прочность. А так случится обязательно. Когда вы затеяли большую игру, а положение на рынке складывается не в вашу пользу, всегда стоит критически проанализировать предположения, на которых основана ваша стратегия. Даже если вы твердо уверены в своей правоте, трудно удержаться от соблазна сократить потери или сорвать "быструю" прибыль.

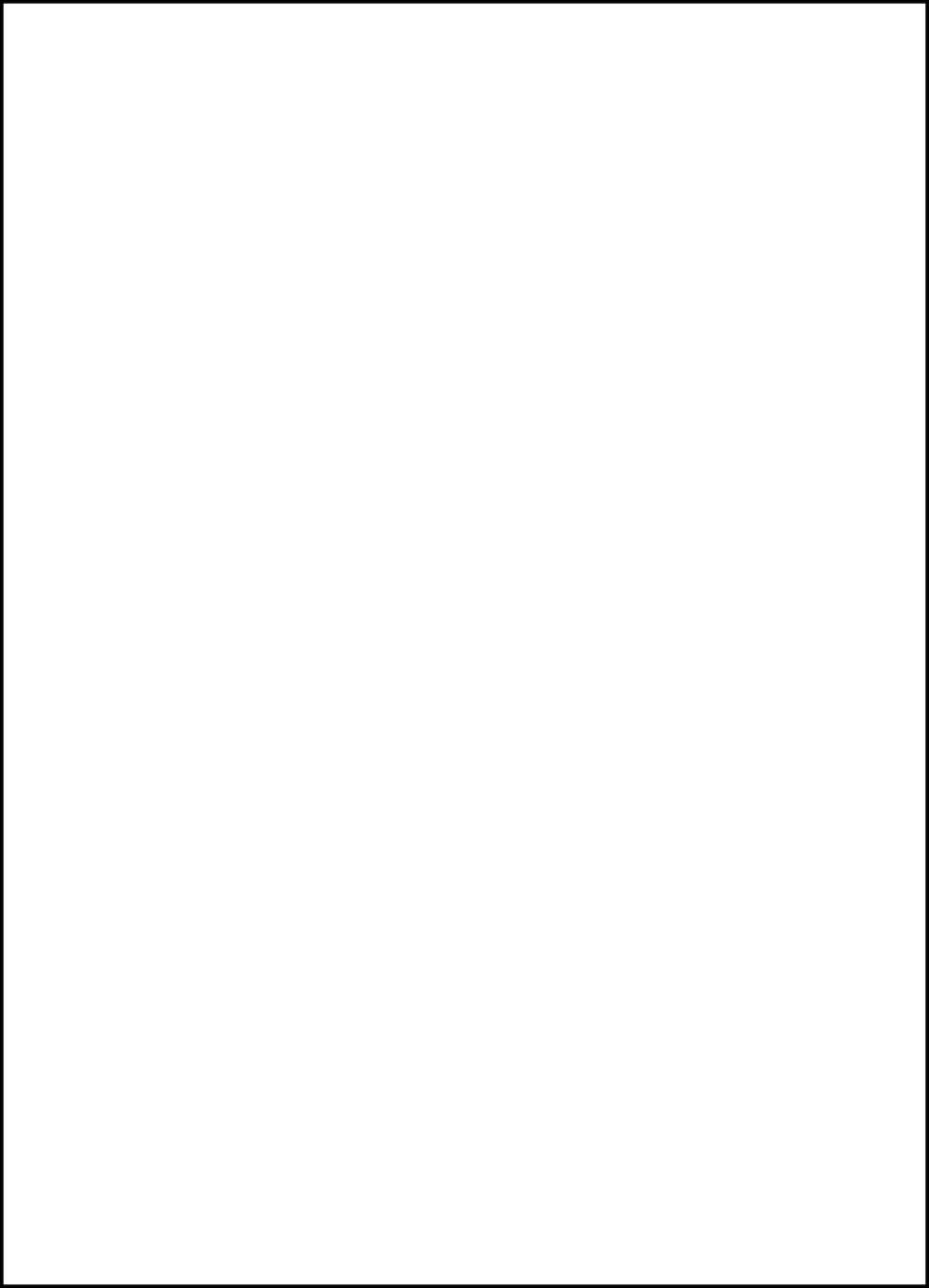
В таких условиях легко забыть о том, что рынок, в конечном итоге, всегда отображает стоимость, даже если иногда истинной оценки приходится ждать мучительно долго. Инвесторам решать, сколько времени они согласны ждать. Они должны также вовремя уловить изменения рынка, способные повлиять на их первоначальные предположения. И если рынок нельзя назвать эффективным, то его можно назвать достаточно эффективным. Согласно выражению легендарного сторонника ценностного инвестирования Бенджамина Грэхема, в краткосрочной перспективе рынок действует подобно машине для голосования, показывая популярность компании; в долгосрочной перспективе он больше напоминает весы, показывающие истинную ценность компании. Вот та особенность рынка, которая позволяет великим инвесторам обойти тех, кому просто повезло.

Теперь мы знаем, что огромный рост рынка в прошлом десятилетии почти полностью основывался на иллюзиях. Новая экономика погибла под напором реалий старой экономики. Рост доходов был в большой мере результатом бухгалтерского трюкачества. Да и сама идея о том, что в долгосрочной перспективе акции всегда опережают по прибыльности облигации — аксиома, помапавшая на биржу столь многих новичков, — теперь подвергается критике. Многие аналитики утверждают, что доходность акций вплотную приближается к доходности облигаций, если учесть акции, исчезнувшие с рынка, и дискон-

ВВЕДЕНИЕ

ировать полученную доходность по степени риска, присущей изменчивым курсам акций.

А почему, собственно, рынок должен быть совершеннее, чем человеческие эмоции и расчеты, приводящие его в движение? Инвесторы бросаются в крайности, и то же случается с рынком. Инвесторы поддаются внезапным порывам настроения, и то же случается с рынком. Но это их взаимодействие и создаст инвестиционные возможности.



Разум не торжествует

Будучи молодым Нью-Йоркским парнем, я не представлял себе, что кто-то когда-то заплатит мне за мою работу. Учился я в школе не блестяще, легко отвлекался и всегда был забывчив. Вряд ли встретишь перечень подобных "достоинств" в объявлениях о приеме на работу. Тем не менее уже с тринадцати лет, купив акций на 200 долл., полученные в качестве подарка ко дню рождения, я утвердился во мнении, что смогу зарабатывать деньги с помощью денег. Так оно и получилось. В принципе, если бы отец разрешил мне купить акции разряда В компании *American Cities Power & Light* по цене два цента за акцию, я разбогател бы в очень юном возрасте, потому что цена акции вскоре превысила три доллара.

В 1951 году я начал работу в недавно созданной инвестиционной компании *Oppenheimer and Co.* в качестве одного из ее первых основателей и, по сути, больше шутке никогда не работал. Я принимал активное участие в создании компании, основал фонд *Oppenheimer Fund* (у которого позже было много последователей). В ходе своей работы мне пришлось стать

участником некоторых событий, превративших мир инвестиций из замкнутого, семейного, неизменного по составу сообщества в теперешнюю громадную, многоголовую, как гидра, отрасль промышленности.

Произошедшие в данной сфере события и осуществленные нововведения могут казаться не связанными друг с другом, даже случайными. Среди этих нововведений — процедура санации компании, ярко продемонстрировавшая возможности получения прибыли от организаций, находящихся в тяжелом финансовом положении. Стало ясно, что в период депрессии на фондовом рынке выкуп активов компании, финансируемый с помощью заемных средств, способен восстановить скрытую ценность компании.

Все эти новшества не просто оказались чрезвычайно прибыльными — они выявили неиспользованные финансовые возможности. Многие из нововведений, осуществленных мной и моими коллегами, сейчас известны, но когда мы начинали, об этих возможностях не знали, ими пренебрегали или даже недолюбливали. Конечно, у меня было много идей, оказавшихся неудачными. И все же я добивался успеха на протяжении всей своей карьеры инвестора, несмотря на то, что в экономике и на рынке произошли колоссальные изменения.

Уверен, что мои достижения обескураживают всякого, кто встречает меня впервые. Я почти чувствую, как в голове собеседника возникает вопрос: "Каким образом человек, интуицией свою трубку, когда дым уже всюду валит из его кармана, смог достичь такого успеха?" Поговорив со мной немного, собеседник, — я убежден! — придет в еще большее недоумение и после нашего разговора будет уверен, что мне просто везет или мою работу взвалили на себя мои партнеры, или меня вскоре ожидает неминуемый крах.

В некоторой мере все вышесказанное — правда. Конечно, многие примеры успешного инвестирования на бирже Уолл-Стрит были результатом везения или счастливого совпадения. Конечно, и на мою долю выпала толка везения. Однако и ко мне фортуна бывала неблагоприятна.

Я никогда не стремился действовать сам. Мне всегда пришлось общаться с умными людьми, и часто новые идеи появлялись у меня после разговоров с ними. Поэтому я всегда работал вместе с партнерами. А это значит, что иногда они не соглашались со мной и бывали правы в этом. Мне повезло в самом начале, когда я встретил Джека Пэша — человека, сочетающего в себе организаторский талант и превосходное умение распознавать потенциальные неприятности в будущем. Он стал моим партнером почти на 50 лет.

В отличие от большинства биржевиков с Уолл-Стрит, я никогда не учился в бизнес-школе и не изучал бизнес в колледже. (Я окончил курс психологии в Сити-колледже Нью-Йорка, но когда я попытался попасть на курс углубленного изучения анализа ценных бумаг, мне отказали в приеме.)

Мой отец считал, что экономика — дисциплина, призванная способствовать большей социальной справедливости. В нашем доме развитие экономики обсуждалось так же обыденно, как в других домах обсуждают последние новости. Отец хотел решить проблему безработицы и достичь более справедливого распределения богатства; он посвятил изучению экономики всю свою жизнь.

Когда я был подростком, то черпал знания о бизнесе из книг о разбойниках XVIII века. Я хорошо помню историю о том, как Джей Гоулд, контролировавший перевозки на железной дороге *Erie Railroad*, обошел своего заклятого соперника Корнелиуса Вандербильта, господствовавшего на железной дороге *New York Central Railroad*. Оба пытались полностью

прибрать к рукам прибыльный бизнес — перевозку крупного рогатого скота из Чикаго в Нью-Йорк — и затеяли цеповую войну. Их попытки вытеснить друг друга привели к тому, что цепа переправки вагона со скотом из Чикаго в Нью-Йорк упала ниже уровня, обеспечивающего прибыль. Затем Гоулд изменил тактику. Он скупил в Чикаго весь скот до последнего быка, восстановил нормальную цену транспортировки по своей железной дороге и возил свой скот по нью-йоркской железной дороге, заставляя таким образом Вандербильта субсидировать свой скотоводческий бизнес.

Эта легенда красочнее, чем современные исследования ценовых аномалий на рынке деривативов. Я не был отягощен знаниями, давными бизнес-образованием, и должен был все постигать самостоятельно. Конечно, при таком самообразовании можно потерять время, но также можно обнаружить вещи, не замеченные или проигнорированные другими. Моя же самостоятельность дала мне возможность посмотреть свежим взглядом на мир финансов.

Знаю, что многим людям, особенно моей жене Шелби, которую я однажды оставил на вечеринке, забыв, что приехал с ней, я кажусь рассеянным и невнимательным. На самом же деле, я в большинстве случаев погружен в мысли о чем-либо другом. Такая привычка оказалась весьма кстати на бирже Уолл-Стрит, где слишком легко поддаться сиюминутным настроениям. Очень часто, когда окружающим кажется, что я витаю в облаках, я либо воображаю себя в ином времени, реагирую на события других эпох — связанных с введением общеευропейской валюты, обвалом 1987 года, крахом Internet-компаний, т.е. с любым происшествием, ставшим "горячей" новостью дня, — либо думаю о чем-то, совершенно далеком от текущих новостей.

На самом деле, одно из преимуществ такого взгляда на настоящее из другого времени состоит в постижении важной роли нематериальных явлений, таких как настроения и психология, определяющих наше восприятие и интерпретацию якобы “надежных” цифр, в соответствии с которыми инвесторы принимают решения. Моя попытка представить себе настоящее с позиций иного времени помогает мне сквозь иллюзии, ослепляющие нас и не дающие увидеть очевидное, все же рассмотреть реальность.

На пике взлета курсов акций 1990-х годов я устроил игру с директорами фонда *Oppenheimer Fund*, в котором являюсь председателем Правления. Я попросил их мысленно перенестись на несколько лет вперед после обвала рынка и представить себя на месте сотрудника Конгресса, которому будет поручено организовать слушания Финансового комитета Сената о причинах краха рынка. Директора решили, что я старый дурак, и должного внимания на мою идею не обратили.

С момента краха компании *Enron* в конце 2001 года многое из того, что я себе представлял, стало реальностью, а Конгресс приступил к расследованию причин кризиса, возникновению которого поспособствовали его же члены. С недавнего времени внимание деятелей Конгресса стал привлекать один из пунктов моего воображаемого списка вопросов, а именно — роль исследований, проводимых биржей Уолл-Стрит, в возникновении повальной биржевой лихорадки конца прошлого десятилетия. Исходя из той же логики, многие лица, расследующие данные события, желают получить ответ на вопрос: почему требования к бухгалтерской отчетности были во многих отношениях настолько сильно ослаблены, что позволили компаниям скрывать затраты на приобретение активов других компаний, затраты на опционы, суммировать в одной цифре прирост капитала от инвестиций и доходы от операций, пока-

зывать бартерные операции как источник дохода и умело скрывать расходы. (Ответ, естественно, заключается в том, что Конгресс сам ослабил различные требования к ведению бухгалтерской отчетности во время нескольких “реформ” 1990-х годов.) Бухгалтерия, по общему мнению, должна отображать реальное положение вещей в противовес корпоративной риторике. А что, если это “реальное положение вещей” — ни что иное, как еще одна риторика? Как видим, в результате происходит всеобщая потеря доверия.

Если Конгресс будет продолжать следовать моему воображаемому сценарию, то, в конечном итоге, он заинтересуется, почему Закон о создании Федеральной корпорации по страхованию депозитов Гласса-Стигалла от 1933 года в 1999 году был отменен, что дало возможность банкам выступать в роли гаранта размещения акций и продавать их. Закон Гласса-Стигалла устранял столь вопиющий конфликт интересов, при котором банк продавал своим клиентам акции, гарантом размещения которых сам же и выступал. Такое положение во многом способствовало биржевому обвалу 1929 года. И вот эта практика опять объявляется законной, хотя и таит в себе опасное искушение. Посудите сами: допустим, банк чувствует некоторую неуверенность по поводу 100 млн. долл., которые он дал в кредит компании *Windmill.com*. Если он выступит гарантом размещения первичной эмиссии акций этой Internet-компании, то возвратит свой кредит, плюс получит вознаграждение за гарантию размещения; если же клиенты банка приобретут акции, то банк опять получит комиссионные. Выглядит весьма заманчиво! И все же, я не верю, что Конгресс будет апализировать отмену закона Гласса-Стигалла, так как отмена была совершена самим Конгрессом (при горячей поддержке Алана Гринспена).

Итак, в то время, когда я размышлял о нерипетнях “послеобвальных” расследований, курсы акций держались на головокружительных высотах, и множество ученых мужей приводили доводы, объясняющие, почему такой бум может продолжаться всегда. Мои воображаемые слушания Сената помогли мне понять всю абсурдность биржевой лихорадки еще тогда, когда она была в полном разгаре. Воображаемые последствия рухнувшего рынка помогли мне постичь феномен его “раздутости”, искусственно завышенной стоимости акций.

Предлагая своим коллегам по Совету директоров поучаствовать в воображаемых слушаниях, я пытался заставить их задуматься об опасностях, которые таит в себе рынок конца 1990-х годов. На протяжении этого десятилетия биржевые котировки подыались до невиданных высот, и мне стало ясно: на биржах США проявляется все больше и больше предательских симптомов рынка, пораженного спекулятивной эйфорией. Был момент, когда рыночная стоимость компании *Priceline.com*, советовавшей потребителям “предлагать свою собственную цену на авиабилеты”, превышала совокупную стоимость основных авиакомпаний. А в 2001 году стоимость *Priceline.com* составила лишь сотую часть от ее наивысшего уровня.

Даже акции признанных компаний так называемой “новой экономики” продавались по ценам, предполагавшим беспрецедентный рост доходов и продаж на многие годы вперед. Рынок уже не реагировал на плохие новости, а цены акций стремительно росли под влиянием слухов и заявлений в прессе. Погрязшие в долгах американцы, окрыленные “эффектом богатства” — временным безумием, вызванным обещанными доходами и взлетевшими ценами на недвижимость, — продолжали вахтаналию потребления. Я видел эйфорию на рынке и раньше, но такую — никогда.

За полстолетия моей работы на бирже Уолл-Стрит я был свидетелем нескольких поворотных пунктов в ее истории, и каждый из них свергал с трона тогдашних "хозяев Вселенной". Иногда изменения были очевидны, как в 1960-х, когда на смеху тогдашнему оптимизму прищипли неуверенность и пессимизм, вызванные войной во Вьетнаме и эмбарго на поставки нефти из арабских стран, введенным в 1973 году. Но чаще изменения происходили незаметно.

У рынка нет сигнала тревоги, чтобы предупредить об изменившихся тенденциях. Рынок вбирает в себя несколько различных временных планов, создавая какофонию или симфонию -- в зависимости от характера слушателя. Курсы акций реагируют на текущие новости дня, технические факторы, относящиеся к определенным акциям; политические события в стране и за рубежом; поведение участников рынка, пытающихся угадать, как публика откликнется на события. Они отвечают на технологические изменения и перемены в торговой политике; на долгосрочные факторы, такие как старение поколения "бэби-бумеров" или тенденции в структуре капитальных затрат. В одном секторе рынка могут преобладать настроения эйфории, тогда как во всех остальных будет господствовать нессимизм; или весь рынок может поддаться нахлынувшей волне эмоций. По-видимому, усилия интеллекта зачастую попросту не находят применения.

Ну а когда, собственно, на рынках торжествовал разум? Только когда очевидное совпадало с тем, что хотелось увидеть, когда положение на рынке соответствовало проделанному кем-то анализу. Да, вероятно, в некоторых случаях цены чутко отображают события в мире, но срок реагирования цен может сильно зависеть от психологического фактора. А ведь на рынке различия в сроках реагирования могут привести и к сказочным доходам, и к банкротству. Как отмечал великий британ-

ский экономист и философ Джон Мейнард Кейнс, рынок может оставаться иррациональным дольше, чем вы — платежеспособными.

Не обращать внимание на психологическую составляющую движущих сил рынка — равносильно тому, что не видеть слона в комнате. И я бы не много поставил на жизнь человека, готового войти с закрытыми глазами в комнату со слонем. Психология влияет на все события, происходящие на рынке, — на действия брокера, ежедневно отслеживающего курсы акций Internet-компаний, и на глобальные долгосрочные изменения, становящиеся очевидными и несомненными лишь с течением времени.

Пренебрежение ежедневным потоком новостей (а возможно, нет ничего более полезного, чем объяснения аналитиков по поводу динамики биржевых курсов в отдельно взятый день) помогает обнаруживать действительно важные явления. Такой подход позволяет шире взглянуть на происходящее. И вообще, я считаю величайшей ошибкой тот факт, что экономика отмежевалась от других дисциплин. Нельзя постичь экономические процессы без понимания философии и истории. Джон Мейнард Кейнс — величайший экономист прошлого века, но в первую очередь он — философ; и то же самое можно сказать об Адаме Смите — величайшем экономисте XVIII века. И если ум — это способность объединять знание в единое целое, а творчество — способность соединять информацию на первый взгляд несвязанных источников, то оба качества в определенной мере пужны для устойчивой успешной деятельности на рынке.

Мое понимание рынка сформировалось под влиянием разнообразных факторов. Возможно, самым важным из них была теория о роли дохода в экономике. Эту теорию я усвоил, сидя у отца на коленях. Отец развил теорию о движущих силах

экопомпки, и я руководствовался ею в принятии инвестиционных решений на протяжении всей своей карьеры

Взглянуть на вещи по-новому мне также помогает моя страсть к истории древнего мира и археологии. Меня воспитывали тогда, когда живы еще были традиции викторианских времен, и подростком я с упоением читал истории о древнем мире (не в последнюю очередь потому, что это были самые остросюжетные из доступных мне книг). Археология же мне нравится потому, что она решает сложную и запутанную проблему восстановления прошлого, располагая иногда чрезвычайно скудными сведениями. Кроме того, временами археологи дарят исплинную радость, обнаружив какие-либо факты, противоречащие общепринятому мнению.

Так случилось в израильском городе Ашкелоне во время раскопок, спонсором которых я выступал с момента их начала более 20 лет тому назад. В 1995 году группа израильских и американских исследователей обнаружила, как им показалось, древнеримскую арку, что само по себе вряд ли удивительно, так как эти земли когда-то были провинцией Рима. Но эта арка была построена более чем за тысячу лет до становления Древнего Рима! На самом деле ее построили нажившие недобрую славу филистимляне — представители цивилизации, которая была по крайней мере не менее развита, чем израильская, но по прони истории была израильянами вытеснена. Как заметил однажды Толстой, победители пишут историю, но история не всегда точна.

Мой интерес к истории древнего мира помог понять закономерности мира современного. Исследование событий древней истории показывает, что в периоды кризиса политики и финансисты чрезвычайно искусно используют свое умение "облагодетельствовать" своих сограждан. Так, на заре Римской империи расчетливый делец по имени Красс стал самым богатым

человеком в Риме, выкупив права на сбор податей с граждан на тех территориях, куда не доходили государственные сборщики налогов. Подобное “налоговое предпринимательство” вначале было довольно прибыльным — “предприниматели” поняли, что разницу между собранными суммами налогов, и суммами, которые они согласились отдать императору, можно положить себе в карман. Но постепенно все больше римлян стремились принять участие в этом деле, и цены таких контрактов на сбор налогов выросли до уровня, уже не обеспечивавшего сборщикам достаточных средств для выполнения их обязательств перед римской казной. Тогда Красс применил все свое мастерство, чтобы убедить правительство дать добро на один из первых “выкупов предприятия, оказавшегося в затруднительном положении”. Воистину, идея о том, что финансовая институция “слишком велика, чтобы погибнуть”, имеет глубокие исторические корни.

Еще одна истина, связанная с археологией, вполне соответствует моему представлению о рынке. У археологов есть свои сферы специализации, и — любопытный факт! — тот, кто специализируется в одной области античности, имеет склонность больше ничего не замечать. Так, археологи, ищущие черенки и обломки гончарных изделий, не заметят монет, и наоборот, исследователи, ищущие монеты, не обнаруживают черенки. В одной и той же раскопке люди видят совершенно разные результаты. То же случается и с рынком.

Большинство людей считают, что рынок развивается под влиянием прежде всего экономических факторов, а психология играет второстепенную роль. Я исхожу из того, что рынком управляют и психологические, и экономические факторы. У меня большие претензии к экономистам из-за их неспособности признать степень воздействия психологии на развитие рынка. (В этой связи весьма печально, что экономика сейчас,

по всей видимости, уже начала поглощать психологию. Подозреваю, экономисты так и не смогут избавиться от иллюзии, что цифры способны описать настроения.)

Мой подход к анализу рынка основывается на рассмотрении долгосрочной перспективы, и мое естественное пристрастие к данному методу во многих случаях позволяло мне не упускать в суматохе ежедневных событий суть происходящего. Впрочем, я признаю, что такой подход несколько эгоистичен. Долгосрочные цели отдалают "час расплаты", и если вам удастся пойти цель, для достижения которой понадобится вся жизнь, то вы не будете разочарованы...

Беспрецедентная эйфория, охватившая рынки в 1990-е годы, сейчас почти прошла. Поскольку средний американец вложил около 40% своих финансовых активов в акции, дальнейшее развитие рынка будет иметь большое значение для здоровья экономики и настроений в обществе. Сейчас мы наблюдаем рынок на спаде, равном по масштабам и силе предшествовавшему росту. Курсы акций, остававшиеся слишком высокими на протяжении 10 лет, в следующем десятилетии могут с таким же успехом держаться на слишком низком уровне.

Кроме долгого опыта работы на бирже Уолл-Стрит, у меня, наверное, есть еще одно особое преимущество, свойственное представителю моей профессии. Оставаясь в самой гуще дел и поворотных событий в истории Уолл-Стрит, я всегда был в некотором роде "непопятным чудачком". В 1960-е годы, во время стремительного роста компании *Oppenheimer*, один из наших аналитиков охарактеризовал меня как "партнера, отвечающего за межпланетные дела". Думаю, это можно воспринять как комплимент. Ведь обучаясь в Сити-колледже, я получал отличные отметки лишь по курсу аномальной психологии. А разве можно себе представить лучшую школу для изучения влияния психологии на развитие рынка?

Наследие Джерома

Многoму из того, что я знаю об инвестировании, я научился у своего отца, Джерома Ливит. У него был собственный подход к анализу экономики. Хотя отец и был убежденным сторонником капитализма, он не одобрял "излишества" Уолл-Стрит. Ему казалось, что вознаграждение, получаемое главными игроками, незаслуженно, поскольку оно не пропорционально тем рискам, которые они берут на себя, и не пропорционально их вкладу в развитие общества. (Его бы хватило удар, зная он о гигантских вознаграждениях, получаемых топ-менеджерами в последние годы.) Несмотря на это, отец с громадной энергией разрабатывал собственную стратегию инвестирования. Конечно, он необыкновенно много — как для человека, не желающего, чтобы его сын работал на бирже Уолл-Стрит, — способствовал тому, чтобы я научился оценивать компании с точки зрения ведения бизнеса и осуществления инвестиций.

Влияние отца распространилось на всю нашу семью. Я основал институт *Levy Economics Institute of Bard College* (Институт экономики Ливи при Бард-колледже) отчасти для того, чтобы продолжать его исследование влияния экономической политики на жизнь общества. Мой брат Джей стал экономистом и свой анализ перспектив развития экономики опирается на идеях, предложенных отцом. Сын Джея, Дэвид, осуществляет эту работу в центре прогнозов *Levy Forecasting Center* в городе Маунт-Киско, штат Нью-Йорк. Продолжение детьми семейного бизнеса — обычное явление для Америки, но в нашем случае последующие поколения рода Ливи продолжают развивать идеи своего предшественника.

Джером Ливи родился в Хоунсдейле, штат Пенсильвания, в 1882 году. Его отец эмигрировал из Польши в США в 1865 году. Удачно избежав подданства царя Александра II, мой дед работал разносчиком — продавал припасы пароходам, курсировавшим по каналу Делавэр-Гудзон. Но этот бизнес не выдержал конкуренции со стороны железной дороги *Erie Railroad*. В 1891 году мой дед со своими шестью детьми переехал на Дивизи-стрит в нижней части нью-йоркского Ист-Сайда, где он вместе с партнером открыл оптовую торговлю мануфактурными товарами под названием *Levy and Kadane*. Деловое партнерство длилось недолго, и вскоре мой дед стал вести дела единолично, создав компанию *S.J. Levy & Sons*.

Отцу, старшему из четырех сыновей, выпала роль защитника младших. Он был очень сильным парнем, весь в шрамах, полученных в различных драках. Боксируя в наилегчайшем весе, он достиг такого мастерства, что несколько противников попросили его заняться их боксерской карьерой. Чтобы защитить младших братьев, которых постоянно избивали ирландские шайки, отец образовал собственную шайку, назвав ее «Неутомимые». Уже много лет спустя, когда мой отец и мать

прогуливались по Мэдисон Авеню, с ними поздоровался солидный судья-ирландец, одетый в пальто с бархатным воротником и с шляпой-котелком на голове. Почтительно поклонившись моей матери, он сказал: “Мадам, у вашего мужа был самый тусный удар правой на всей Дивижн-стрит”.

Отец был очень гордым и тяжело воспринимал любое пренебрежительное отношение к своим талантам. Поступив в Сити-колледж в 1897 году, он не прошел отбор в футбольную команду из-за невысокого роста, поэтому быстро создал собственную команду, укомплектованную в основном такими же не прошедшими отбор парнями, и вызвал команду Сити-колледжа на матч в Центральном парке. “Неутомимые” (название отцу пришло, и он не стал его менять) с блеском выиграли матч.

Отец вел себя жестко — этого требовала от него жизнь, но на самом деле его истинные интересы носили интеллектуальный характер. До окончания колледжа в 1901 году он закончил все курсы углубленного изучения математики, которые там преподавались. Как и множество молодых людей того времени, он проработал год учителем, перед тем как определиться, чем бы ему хотелось заниматься в дальнейшем. Характерно, что отцу удалось превратить высокое призвание учителя в боевое противостояние. И в этом нет его вины. Преподавать ему пришлось в школе района Чертовой кухни, тогдашнего пристанища самых жестоких ирландских банд Нью-Йорка. Более того, отец вел занятия для учеников в не разделенной на классы вечерней школе; главная заслуга этой школы состояла в том, что она предоставляла отапливаемое помещение для тех, кто работал днем и мало интересовался учебой. Когда директор знакомил отца с классом, он просто сказал: “Ребята, это ваш новый учитель”. Позже директор при-

звался отцу: "Если бы я сказал им, что твоя фамилия Ливи, они бы тебя пришибли".

Как только директор вышел из класса, началось нечто невообразимое. Пытаясь восстановить порядок, отец отыскал самого большого грубияна и приказал ему сесть на место. Парень ухмыльнулся и ответил: "Ты, что ли, меня заставишь?" или что-то поострее в том же духе. Отец одним ударом свалил его с ног на пол; падая, тот ушиб голову. Вид рапенного до крови вожака произвел необходимое впечатление, и все успокоилось.

Отец выдержал и другие испытания, устраиваемые его учениками. В результате одного инцидента произошли события, привлечение внимания газеты *New York Times*. Однажды отец "успокоил" ученика, пытавшегося сорвать урок по противопожарной безопасности, а несколько дней спустя он сел в трамвай, и как только двери закрылись, трамвай забросали камнями. Газета опубликовала статью, рассказывающую о странном происшествии, когда трамвай без видимой причины подвергся организованному нападению, в ходе которого были разбиты все стекла. Что бы там не произошло, к тому времени, когда я услышал эту историю, она уже была семейной легендой.

Оставив преподавание в школе, отец принял дела в компании моего деда и погрузился в более спокойную стихию бизнеса. Занимаясь оптовыми продажами трикотажных товаров, он посвящал много свободного времени изучению экономики. Он сделал массу изобретений, например не спадающие женские чулки, которые называл "чулок-подвесной мост". Отец, по сути, был человеком XIX века, он верил в силу разума и был по-викториански убежден, что разум может разрешить любые проблемы. Эта уверенность и философское тяготение к идеям XIX века со всей очевидностью проявились в выбранном им названии книги о роли экономики в жизни общества. С прису-

щей ему категоричностью он назвал книгу “Экономика — точная наука” (*Economics Is an Exact Science*). (На самом деле, как любят повторять физики, это не так.)

Отец стал задумываться об основополагающих проблемах экономики в 1912 году, услышав выступление президента Уильяма Говарда Тафта на встрече в Союзе банкиров. После выступления президента один из слушателей задал вопрос: “Президент Тафт, а что вы можете сказать квалифицированному механику, имеющему жену и троих детей, который не может найти работу?” Тафт ответил: “Бог его знает, я не знаю”.

Тафт таким образом уклонился от прямого ответа, но отцу вопрос запомнился, и он задумался: что заставляет одного человека напимать на работу другого? Есть простой ответ: бизнесмен будет напимать людей, если это увеличит его доход. Затем отец задал себе еще один вопрос: а откуда происходит доход? Пользуясь своим знанием математики, он вывел несколько уравнений, оценивающих различные источники дохода. Значительное место в этих уравнениях отводилось капитальным затратам, но не только. Присутствовали также потребительский кредит и дефицит государственного бюджета. Отец считал, что накопление товарных запасов ведет к получению дохода, но до определенного момента; то же можно сказать о благоприятном торговом балансе. Все перечисленные экономические факторы увеличивают количество денег в экономике без уравновешивающего увеличения количества товаров, т.е. тому же количеству товара “противостоят” большее количество денег, и эта разница составляет доход. Отец знал, что в тяжелые времена предприниматели работают чрезвычайно напряженно, чтобы как-то свести концы с концами, но их доходы незначительны. В периоды бурного развития экономики предприниматели могут работать и меньше, а доходы тем не менее значительно возрастают. Другими словами,

усилия предпринимателя — лишь одна из многих составляющих дохода.

Способность отца предугадать тенденции доходности того или иного дела дала ему возможность принимать выверенные инвестиционные решения на протяжении многих лет. Когда Соединенные Штаты Америки вступили в Первую мировую войну, биржа на некоторое время замерла — все думали, что перспективы предпринимательства слишком мрачны. Отец, наоборот, считал, что бюджетный дефицит, образовавшийся в результате увеличения военных расходов, будет способствовать развитию экономики, и накопил относительно большие товарные запасы. И оказался прав! Затем, в период послевоенного расцвета экономики, один оптовый продавец предложил моему отцу доступ к товарам (в условиях их дефицита!) в знак благодарности за то, что отец делал закупки тогда, когда другие не покупали совсем. Однако к этому времени отец уже начал опасаться наступления рецессии, видя, что товарные запасы выросли до спекулятивного уровня. И он ответил: «Я не буду ничего покупать».

Но значительно больше, чем в зарабатывании денег, отец был заинтересован в сведении воедино экономической, политической и социальной политики. Ужасные лишения, порожденные Великой депрессией, и отсутствие адекватного «спасательного круга» вызвали в нем глубокое беспокойство по поводу того факта, что зачастую здоровый человек лишен возможности найти себе работу.

По сути, эта проблема — проблема XIX века. Но она более важна, чем любые экономические проблемы, представляющие перед нами сегодня. Отец, будучи капиталистом, тем не менее не был безоглядным либералом и полагал, что в подобных случаях должно вмешиваться правительство.

Отец считал свои уравнения дохода хорошим инструментом для прогноза, но доходы составляют лишь часть той системы, которую он хотел объяснить. После войны он больше 10 лет занимался описанием надлежащей роли восьми других составляющих. Этими составляющими выступают: класс работающих, класс инвесторов, класс кредиторов, монетарная система, налогообложение, правительство, потребители и земля. Позже была добавлена еще одна составляющая — индивидуальная заинтересованность — в том смысле, что каждый работающий получает непосредственную выгоду от собственной работы. Вначале отец пытался описать функции и сферу действия каждого элемента, затем рассмотрел меры по организации слаженной работы различных функций и сфер их действия.

Под влиянием учения британского философа Генри Джорджа отец, среди прочего, рассматривал идею о том, что всей землей и природными ресурсами должно владеть государство, отдавая землю в аренду тем, кто готов идти на риск. Он считал, что никто не должен получать прибыль, не рискуя, и его оскорбляло зрелище нефтяных баронов, лениво пожинаящих миллион за миллионом лишь потому, что им посчастливилось владеть нефтеносными землями; предприниматели же разведывали нефть шаг за шагом и принимали на себя все риски, связанные с разведкой и бурением. Неприязнь отца к биржевикам с Уолл-Стрит коренилась в неприятии того, что он считал внутренним конфликтом интересов, а именно — двойкой роли инвестиционных банков, которые якобы служат и интересам компаний, выпускающих акции, и интересам покупателей этих ценных бумаг. По правде говоря, ни он, ни я никогда не встречали сторонников того мнения, что, будучи зажатыми между интересами этих двух групп, инвестиционные банки приложат особые усилия, чтобы помочь рядовым покупателям акций.

В экономических вопросах отец опережал свое время, но его отношение к женщинам более всего соответствовало укладу XIX века. Он возражал против девятнадцатой поправки к Конституции, предоставляющей женщинам право голоса. Он утверждал, что в результате нововведения удвоится количество избирателей, а качество выборов не улучшится. Когда в 1920 году, в ходе первых всенародных выборов, проведенных после ратификации поправки, был избран один из самых посредственных американских президентов, Уоррен Дж. Хардинг, отец расценил это как полное подтверждение правильности его взглядов. Он говорил об этом событии еще долгие годы.

Даже религиозные предпочтения отца несли в себе отпечаток XIX века. Будучи евреем, он не был религиозен. В своей философии он склонялся к деизму — учению, не исключающему существование Бога, но также и не требующему от верующих представлять себе божество в качестве всемогущего существа, где-то далеко в небесах проводящего время за наблюдением праведности действий отдельных людей.

В 1921 году после недолгого ухаживания отец женился на Сэйди Самюэльсон. Характер матери во всех отношениях резко отличался от характера отца.

Определенное представление о подходе отца к решению проблем дает следующее событие. В 1929 году служащий *National City Bank* порекомендовал отцу приобрести акции банка по цене несколько сотен долларов за акцию (банк пытался получить денежные средства, чтобы расширить отдел доверительных операций). Заметив, что заявленная цена многократно превышает сумму доходов банка, отец вскипел: «Вы — или дураки, или мошенники!» Позже, когда курс акций обвалился, выяснилось, что он был прав. А те работники банка, которые оформили кредиты на покупку этих акций, еще до конца 1940-х годов выплачивали кредит.

Если отец бывал иногда бестактен, то мать вела себя в обществе уравновешенно, с уверенной изящностью. Отцом двигали идеи; мать не была большим интеллектуалом, но она прекрасно играла в бридж.

Ко времени моего появления на свет в 1925 году отец уже несколько отошел от дел и все больше времени уделял изучению экономики. Он прогнозировал скорое наступление депрессии. Обладая провицательным умом, он понимал, что как оптовый торговец он полностью зависит от воли и производителей, и розничных торговцев. Конкуренты все больше и больше понижали маржу дохода, и оставался выбор: или купить фабрику на юге и производить собственный товар, или свернуть дело. Отец предпочел последнее, и своевременно продал свое предприятие как раз перед обвалом 1929 года.

Отец никогда не стеснялся вкладывать деньги в дела, обеспечивающие прежде всего прибыль. Вдобавок его растущий интерес к экономике спас его от потери большей части инвестиций во время краха биржи. В конце 1920-х годов свидетельства огромного размаха капитального строительства можно было увидеть, просто посмотрев из окна на растущие вокруг здания, в том числе на небоскреб *Empire State Building*. Но к 1929 году этот бум капитальных затрат уже стал утрачивать свой размах (заказчикам здания *Empire State Building* пришлось, в конечном итоге, занять средства у канзасских фермеров, чтобы обеспечить финансирование достройки этого "чудесного белого слона"). Испытывая тревогу по поводу накопления товарных запасов и спада в сфере капитальных затрат, отец покинул рынок.

Отец понимал, что затраты на капитальные товары в целом выгодны для экономики. Он полагал, что уровень капитальных затрат колеблется в пределах больших циклов и при их спаде компаниям следует ожидать в последующие годы

уменьшение доходов. Ученые продолжают спорить о причинах Великой депрессии, но мало кто рискнет утверждать, что при уменьшающихся объемах капитальных затрат процветание 1920-х годов могло бы продолжаться и дальше.

Здесь мы сталкиваемся с одним замечательным сходством 1920-х и 1990-х годов. Тогда, как и сейчас, капитальные затраты приносили доход и способствовали росту экономики; тогда, как и сейчас, инвесторы и компании все больше брали в долг, рассчитывая, что этот рост будет продолжаться всегда благодаря изменению фундаментальных принципов функционирования экономики. И тогда, и сейчас, бум капитальных затрат неизбежно подходит к своему завершению, обнаруживая всю несостоятельность любых предположений по поводу того, что мы вступили в эпоху "новой экономики".

Опасения отца относительно будущего положения дел на рынке стали причиной хорошо запомнившейся мне его ссоры с матерью. Мы состояли в дальнем родстве с семьей Лёв (владельцами известной сети кинотеатров). В суматохе после краха биржи мать случайно встретила с какими-то представителями этой семьи на вечеринке, посвященной проводам отъезжающих родственников. Она заинтересовалась у кого-то из присутствующих, продают ли Лёвы что-либо из своего имущества. Получив отрицательный ответ, она быстро купила какие-то акции. Узнав это, отец был вне себя от ярости — он считал, что состояние дел на бирже было тогда очень опасно. Но последнее слово было за матерью, и вскорости после ее покупки курс акций сильно подскочил, даже еще до того, как мать успела оплатить эту сделку.

Во время краха биржи мне было всего четыре года. Благодаря вовремя предпринятым отцом действиям мы прожили 1930-е годы весьма прилично, если не считать одного эпизода, когда отец много потерял на торговле ценными бумагами без

покрытия во время подъема цен 1931 года. Это не означает, что мы жили богато — отец терпеть не мог показной роскоши, да и не было у него истинной страсти к зарабатыванию денег. Инвестирование было для него в определенной мере игрой разума, и значительную часть своего дохода он раздавал в конце года. Некоторые из его пожертвований шли на финансирование эмиграции семей из Германии — условия жизни, созданные Гитлером для евреев, были невыносимыми.

Когда я был ребенком, жизнь в доме Ливи на Вест-Элд Авеню вращалась вокруг двух тем — инвестиций и экономики. Отец имел обыкновение проверять свои идеи за обедом, в разговорах с детьми и друзьями. Мой брат Джей, который на три года старше меня, стал последователем идей отца в экономике, а я — учеником отца в инвестировании. Я на самом деле унаследовал от отца его прощательность в инвестировании. Но это не означает, что он завещал мне какую-то формулу, которую я с тех пор слепо применяю.

С самого начала я, в отличие от отца, никогда не считал, что рынок — это игра, управляемая “умелыми парнями”. (Впрочем, спустя 30 лет после его смерти оказалось, что, возможно, он был прав; были обнародованы сведения о том, что в конце 1990-х годов воротилы рынка *Nasdaq* регулярно манипулировали в свою пользу данными о предложении акций и о разнице в ценах их покупки и продажи.)

Отец учил меня искать закономерности в торговле на бирже. Он рассказывал, что на депрессивном рынке благодаря деятельности покупателей прослеживается тенденция к некоторому повышению курса акций в утреннее время; а желающие продать акции будут их придерживать и “сбросят” в конце дня в надежде получить более высокую цену. Эти наблюдения впоследствии нашли подтверждение в нескольких работах по техническому анализу. Я научился у отца, как в ежемесячных

отчетах об операциях с акциями, проведенных инсайдерами, находить ранние оповещающие сигналы о возможных изменениях в той или иной компании. Естественно, на последующих этапах необходимо было определить, что же именно может произойти в компании.

Отец, как всегда пытаясь соединить свои экономические теории с повседневной жизнью, не давал мне денег на личные расходы; он выдавал мне “зарплату”, изменяющуюся в зависимости от того, насколько правдивыми были мои рыночные прогнозы и насколько хорошо я учился в школе.

Одно из моих первых воспоминаний о пережитых “инвестиционных приключениях” связано с облигациями обанкротившихся железных дорог. Мы пытались определить стоимость облигаций этих железных дорог в условиях, когда “клеймо” банкротства и отсутствие дохода обесценили облигации в смысле инвестиционных перспектив предприятия после реорганизации.

Сначала я получал “зарплату”, изучая биржевые котировки. Затем отец дал мне задание проинтуировать книгу об активах и долгах железнодорожных компаний, написанную легендарным аналитиком Патриком Б. Мак-Гиннесом для компании *Pflugfelder, Bampton, and Rust*, занимающейся облигациями. Работа предстояла нудная, но мое терпение было вознаграждено — мы наткнулись на облигации, продаваемые по очень низкой цене, если учесть те суммы, которые можно было бы в итоге получить за находящиеся в залоге активы даже обанкротившейся компании. И хотя я терпеть не мог учебы, мне нравилось проводить исследование рынка вместе с отцом.

Отец завершил написание книги в середине 1930-х годов, но не мог найти издателя. И это не удивительно — он был никому не известным автором, без ученой степени по экономике, посмеившим делать широкие обобщения о природе экономиче-

ских явлений с дерзостью, которая удивила бы самого Адама Смита. Но такое положение дел не остановило его, и он сам опубликовал книгу. Прошедшие годы подтвердили многие из его идей. Его подход к трактовке доходов значительно опережал время и был повторен в 1930-х годах в независимом исследовании польского экономиста Михала Калецки. (Работы которого, очевидно, имели бы большее влияние, если бы издавались не только на польском языке.) Когда отец разрабатывал свою систему, цифры, показывающие национальный доход, еще не вошли во всеобщее употребление; но в сущности отец вел речь о валовом национальном продукте (ВВП).

Уделяя особое внимание одним и тем же экономическим показателям, отец и Калецки трактовали их по-разному. Калецки был социалистом и считал, что безработица в условиях капитализма неизбежна. Отец же полагал, что капитализм дает рабочим самую большую свободу выбора, и при правильных действиях правительства возможно достижение полной занятости. Недавно мой брат Джей написал статью, в которой он отмечает, что, рассматривая Европу 1990-х годов, аналитик придет к выводу о правоте Калецки; рассматривая экономику США того же периода, аналитик решит, что права на стороне моего отца.

Совсем недавно уже покойный экономист Хайман Мински отметил значение работы отца, особенно его точное наблюдение о том, что период достатка, порождая спекулятивные явления и излишнее потребление, становится причиной своего собственного конца. Живя в экономически благополучные времена, люди забывают о риске (и часто объясняют его кажущееся отсутствие с помощью теорий о "новой экономике"). В результате такой неосторожности они не могут рассчитывать по своим обязательствам, и начинаются трудные времена. Если бы отец мог заглянуть в будущее, он был бы пора-

жен отсутствием какого-либо общественного прогресса в отношении данного явления...

Мне никогда не приходило в голову, что могут существовать другие правильные взгляды на экономику. Иные взгляды я считал просто неправильными. Тем не менее написанная отцом книга была и остается трудной для чтения. Побуждаемый чувством долга, я начинал читать ее еще в юношеском возрасте, но застревал в гуще уравнилий и трудных описаний. Должен признаться: я так и не дочитал ее. И хотя я и научился у отца чрезвычайно многому, я почерпнул это в основном из разговоров за обеденным столом, а не из его книги.

Отец обладал богатой фантазией. Однажды, выгуливая пашу домашнюю дворняжку в Риверсайд-парке, он столкнулся с женщиной, прогуливавшейся с чудесной породистой собакой. Она заинтересовалась породой пашей собачонки, и отец без тени смущения ответил, что это уругвайская тигровая гончая — очень редкая порода.

Летом я ездил в лагерь или на дачу на берегу Джерси, которую мы арендовали. Когда мне было 16 лет, я вместе с группой учеников школ и колледжей Восточного побережья побывал в поездке по стране. Я был, наверное, единственным учеником среди всех, который в письмах домой спрашивал о новостях из мира инвестиций. В одном из писем, написанных из Чикаго, я уделил больше времени преимуществам *Chicago Journal of Commerce* по сравнению с *Wall Street Journal*, чем красотам озера Мичиган. Из Йосемитского Национального парка я писал, что это прекрасное место, но меня также интересуют прекрасные перспективы компании *Merit Chapman*, занимающейся морскими перевозками. В письме домой я отмечал: «Сегодня я впервые после нескольких недель перерыва смог почитать финансовые новости. Я думаю, мы обязательно должны купить акции *Merit Chapman*. Данные свидетельствуют о том,

что биржевые брокеры закрывают короткие позиции по этим акциям, а динамика курса, по моему мнению, указывает, что будут осуществлены выплаты накопленных дивидендов по привилегированным акциям”.

Я учился в школе Таунсенд Харрис на Манхэттене. Хотя это была государственная школа, принимали туда по конкурсу, в зависимости от результатов экзамена. Конечно же, тогда эта школа была престижнее, чем Бронкская школа точных наук) и Стайвезандская школа. Хотя я и хорошо сдал вступительный экзамен, мои оценки в школе никогда не соответствовали моим предполагаемым способностям.

Такая же ситуация сложилась и в начале моего обучения в Сити-колледже. Прослушав правоучения отца по поводу плохих оценок еще в средней школе и увидев посредственные баллы, полученные мною в первом семестре учебы в колледже, я понял, что надо что-то делать. В порыве внезапного озарения, я пошел в университетский архив и нашел записи по группе, в которой учился отец в 1901 году (ее еще называли “несносной” группой). К счастью, оценки отца были ничуть не лучше моих. Я и предъявил их, торжественно, вместе со своей зачеткой. И все-таки последнее слово было за отцом. Рассматривая ведомость с полученными им посредственными оценками, он заметил “А точно, они перепутали меня с Честером Артуром Ливи..”

Во время моего обучения в Сити-колледже Нью-Йорка произошло еще одно поразившее меня событие. Пройдя курс экономики, я хотел записаться в класс углубленного анализа ценных бумаг, который читал тот же преподаватель, Джо Лафлет. Но он не принял меня в эту группу — то ли потому, что я слишком спорил, то ли из-за посредственных отметок. Через два года после окончания колледжа его руко-

водство связалось со мной и попросило читать лекции по этому самому курсу, что я и делал на протяжении нескольких лет.

Мои первые идеи о роли психологии в развитии рынка стали зарождаться в сентябре 1939 года, когда с нападением Гитлера на Польшу в Европе началась Вторая мировая война. За несколько месяцев до этого много говорили о войне, и каждый раз при возникновении слухов о ней рынок переживал очередное падение курсов. Но когда война стала реальностью, рынок испытал внушительный подъем — инвесторы бросились скупать акции компаний тяжелой промышленности, обороны, сахарной и авиационной промышленности, т.е. тех отраслей, которые преуспевали во время Первой мировой войны. Хотя с 1918 года мир изменился до неузнаваемости, всем казалось, что грядущая война будет каким повторением первой Большой войны. Конечно, все было не так, и курсы акций, стремительно поднявшиеся в самом начале, в итоге оказались на очень низком уровне. Что касается отца, то он сразу же продал все свои акции, имеющие какое-либо отношение к войне, и приобрел акции компаний, занимающихся розничной торговлей, в особенности акции торговых сетей и супермаркетов, таких как *National Department Stores*, *Interstate Department Stores* и *Federated Department Stores*. Вложения в эти акции оказались феноменально выгодными. Отец исходил из предположения, что после войны спрос на военные товары исчезнет, но появится огромный спрос на потребительские товары — благодаря притоку доходов, полученных потребителями от военных программ, а также тому, что во время войны потребители не имели возможности покупать товары из-за карточной системы их распределения.

Ошибка отца состояла в следующем: он считал, что война продлится недолго. У меня были особенно ужасные отметки в зачетном листе за 1940 год, и я поджидал подходящий момент,

чтобы показать его своим родителям. Подходящий момент наступил, когда по радио объявили, что Гитлер вторгся в Бельгию, Голландию и Францию. Зная, что отец будет прикован к радио, я начал действовать и подписал зачетный лист у матери. Помню, как отец говорил, что вторжение было "последним поступком отчаявшегося человека". На самом же деле война продлилась еще больше пяти лет.

Неожиданные движения курсов акций во время Второй мировой войны стали уроком, свидетельствующим о фундаментальной уязвимости прогнозов развития рынка и экономики. В наших силах — предсказывать будущее, основываясь только на прошлом. Но жизнь не стоит на месте, она постоянно меняется, и предположения, на которых строятся прогнозы, становятся изначально неверными. В отличие от данного подхода, отец пытался взглянуть на ситуацию аналитически: при существующих новых условиях, куда должны устремиться доходы? Какие компании имеют хорошие шансы воспользоваться такой ситуацией и какова их стоимость? По сути, отец занимался ценностным инвестированием. Этот подход был впервые описан Бенджамином Грэхемом и далее развит его учеником Уорреном Баффеттом.

В некотором смысле все инвестирование является ценностным. Любой покупатель акции имеет определенное представление о том, какова может быть стоимость данной компании в будущем. Вопрос состоит в том, в достаточной ли мере ожидаемые доходы превышают безрисковые инвестиции, такие как облигации Казначейства, чтобы стоило идти на риск. Со временем все находят определенные решения; вознаграждение же за риск изменяется в соответствии с настроениями определенной эпохи. В 1930-е годы ожидаемый 15%-ный доход инвесторы восприняли бы на "ура"; во время неразумного

“ослепления богатством” конца 1990-х тот же уровень дохода считали весьма посредственным.

Меня призвали в армию в 1945 году, когда война уже подходила к концу. После начального обучения в лагере *Camp Blanding* в городе Джексонвилл, штат Флорида, меня отправили в Германию, в боевой инженерный корпус в Берлине, который занимался восстановлением разрушенного аэропорта Темпльхоф. Желая узнать больше о Германии в период сразу же после ее капитуляции, я попросил перевести меня в Ставку Военной администрации США в Германии, в отдел, занимающийся произведениями искусства и памятниками.

Как бы странно это не казалось (учитывая все ужасы, пережитые Германией во время войны), по мне нравились мои послевоенные командировки по этой стране. Я был независим и жаждал узнать побольше об этом народе. Оптимист по натуре (я унаследовал это качество от отца), я проводил много времени, пытаясь понять, кто такие эти немцы.

Все же время от времени, как эхо из прошлого, какос-либо несуразное замечание или происшествие со всей силой напоминало мне об ужасах германского антисемитизма. Однажды, разговаривая со мной, молодая немка небрежно заметила: “Вы разговариваете по-немецки, как еврей”. Естественно, на этом наш разговор прекратился.

Я много думал, пытаясь понять, почему это зло поразило многих хороших людей, которых я встречал. В одном из писем домой я писал: “Теперь я считаю, что нет связи между действиями целой нации и действиями отдельного человека. Я встречал здесь приятных и добрых людей всех национальностей. Но, цитируя Альберта Эйнштейна, можно еще раз повторить: “Национализм — это детская болезнь цивилизации”.

В то время как американским военнослужащим в Берлине жилось хорошо, бедность и лишения простых немцев просто

трудно было себе представить — они находились на грани голода. Те огромные бедствия, которые я видел вокруг, заставили меня подумать о том, что деньги — необходимое условие настоящей свободы. Деньги дают право выбора. В неустрашенном послевоенном обществе выбор был неограниченным. Так же обстояло дело и с коррупцией, которая проникала повсюду. Все обращались к услугам “черного” рынка. Пачку сигарет, за которую в магазинах на американских базах платили оккупационными марками (валютой, находившейся в обращении в период стабилизации Германии), на улице продавали за огромные деньги. Доказательством повсеместного распространения “черного” рынка было то, что, приехав из командировок, работники моего отдела имели на руках все выданные им оккупационные марки, т.е. это означало, что никто не истратил никаких денег. Я также обменивал свои сигареты на другие товары, но был шокирован жадностью тех, кто занимался этим со значительно большим размахом (например, офицеры, реквизирующие фотоаппараты Leica для их перепродажи).

Кроме коррупции и нищеты, атмосфера была переполнена предчувствием интриги. Ко времени моего приезда в Германию маневры союзников, предпринимаемые с целью раздела Европы, уже шли полным ходом, и русские явно опережали остальных. Я был возмущен тем, как грубо и открыто русские нарушили Потсдамские соглашения, присвоив себе огромные запасы немецких товаров. Даже дав согласие оплатить небольшую часть, они заплатили американскими оккупационными марками, напечатанными с американских клише. Они открыто увольняли с работы людей, названных американцами, и замещали их лицами, симпатизировавшими немецким коммунистам. Все несправедливо русских, в том числе и немецкие коммунисты. Тем не менее, когда мне впервые представился случай пооб-

щаться с несколькими русскими офицерами, они произвели на меня чрезвычайно благоприятное впечатление.

Русские предложили американцам сыграть с ними матч в шахматы, и в отборочном турнире, проведенном для определения состава команды, мне удалось получить место на последней доске американской команды. Мне пришлось играть с капитаном команды соперника. Когда я попал в несколько худшую игровую позицию и сдал партию, мы подружились и начали играть просто так, для удовольствия. К нашему столику подошел еще один “знаток” из команды русских и дал мне пару советов по поводу того, как переиграть моего бывшего соперника.

На проходящее пришли посмотреть французы и британцы, удивленные тем, что русские принимают участие в устраиваемых общественных мероприятиях. К удивлению моего нового русского друга, я сообщил ему, что слабая симпатия, существующая в Америке по отношению к коммунизму, исходит не из среды пролетариата, а из рядов интеллигенции. Позже, провозглашая тосты, мы невязчиво намекали русским, что шахматы, мол, — их игра, а вот не попробовали бы они посоревноваться с нами в нашей игре — в бизнесе...

Даже находясь в Германии, я не переставал интересоваться положением дел на рынке. В одном из посланий к брату Джею я писал: “Возможно, ты не понимаешь, находясь там так близко, но ценные бумаги продаются по цене, явно превышающей их предполагаемую истинную стоимость. Поэтому при первом же признаке изменения тенденций доходности — продавай! Помни 1938 год”. В этой короткой записке — суть того подхода к инвестированию, которому я научился у своего отца.

Подходящий момент

После того как дядюшка Сэм уволил меня из армии в запас, я не имел четкого представления о том, чем бы мне хотелось заниматься. О музыке не могло быть и речи — у меня не было способностей, несмотря на то, что я любил поиграть на пианино. У меня возникла мысль заняться торговлей импортными товарами, но финансы мне нравились больше. Отец устроил для меня собеседование по поводу приема на работу в брокерской конторе *Hirsch and Company*, где у него был открыт счет. Начиная свою карьеру молодому человеку эта компания казалась очень большой — она имела несколько офисов на Манхэттене и отделения в Женеве и Париже. На самом же деле, это была контора средней руки.

Итак, в 1948 году я начал свою карьеру на Уолл-Стрит в качестве младшего финансового аналитика. Офис компании располагался по адресу Брод-стрит, 25, т.е. в самом сердце финансового квартала. В те времена ценные бумаги доставлялись

вручную, и поэтому было удобно размещать инвестиционные компании недалеко друг от друга.

Ничего особо важного в моей первой работе не было. Вообще, люди склонны слишком сильно переживать по поводу своей первой работы — правильно ли выбрана компания, устраивает ли зарплата, — хотя на самом деле важнее всего просто начать работать. Ведь ваша первая компания вряд ли станет вашей последней. По определиться, чем вам на самом деле хотелось бы заниматься, по моему мнению, легче, если вы уже где-нибудь работаете.

Уолл-Стрит не пользовалась популярностью как место работы — слишком много судеб было искалечено крахом биржи и Великой депрессией. Многие весьма способные люди предпочитали работать в правительственных учреждениях (достаточно вспомнить “мозговые тресты” Франклина Рузвельта) или делать карьеру в частных компаниях. Многие из моих конкурентов были ветеранами биржи, “прошедшими школу” 1930-х годов. Кроме того, Уолл-Стрит была хорошей “синекурой” для не отличающихся способностями отпрысков из преуспевающих семей. Защищенные фиксированными комиссионными и установленными долгосрочными отношениями с клиентами инвестиционных банков, такие “отпрыски голубых кровей” были бы настоящими дебилами, если бы потерпели неудачу на рынке, оправляющемся от последствий Великой депрессии и находящемся на подъеме благодаря бурному развитию экономики после Второй мировой войны. Чтобы делать деньги на Уолл-Стрит, не нужно было особой ловкости, — естественно, речь не идет о людях со стороны, не имеющих налаженных связей с деньгами “больших семейств” и с представителями “старой гвардии” биржевиков.

И вот тут обнаруживалась некоторая проблема. В то время талантливые молодые евреи были ограничены в выборе фирм

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

на Уолл-Стрит, готовых принять их на работу. Существовали фирмы, основанные католиками (например, *Merrill Lynch*), фирмы, основанные протестантами англо-саксонского происхождения (*Brown Brothers, Harriman, White, Weld*) и несколько еврейских фирм (*Goldman Sachs, Lehman Brothers*). Эти компании охотно сотрудничали в бизнесе друг с другом, но предпочитали принимать на работу представителей соответствующего происхождения или вероисповедания. Для того чтобы попасть в компанию *Morgan Stanley*, недостаточно было быть "белым протестантом англо-саксонского происхождения"; требовался диплом Принстонского университета. И конечно, большой подмогой были родственные связи.

Вполне естественно, торговля на Уолл-Стрит оставалась в те годы наиболее аристократическим бизнесом в Америке. Поскольку компании могли занять капитал только у семей своих партнеров, бизнес обычно переходил от родителей к сыновьям. Членство в таком привилегированном сообществе в начале 1950-х годов было так же рискованно в смысле финансовых потерь, как и родство с королем Саудовской Аравии в середине 1970-х.

Хотя в Америке назревал экономический бум, большинство не осознавало этого. В момент моего прихода на Уолл-Стрит биржа переживала самое затяжное падение курсов на рынке за весь период с конца Второй мировой войны. Это падение началось в 1946 году и продолжалось до 1949 года, и даже после этого потребовалось еще двенадцать месяцев, чтобы цены достигли уровня 1946 года. Такой "медвежий" рынок возник как следствие "медвежьей услуги" Федеральной резервной системы, поднявшей требования по покрытию маржи до 100% с целью предотвращения послевоенной спекулятивной лихорадки. Трудно переоценить силу психологического влияния последствий Великой депрессии, царивших на рынке в те вре-

мена. Еще свежа была в памяти та роль, которую сыграла чрезмерная задолженность по марже в событиях 1929 года. Федеральная резервная система не только повысила требуемый уровень маржи с 40 до 100%, что заставило биржевых брокеров продавать ценные бумаги, чтобы удовлетворить запросы на ее поддержание, она также ввела норму, согласно которой продавцы ценных бумаг, имеющие задолженность по марже, могут использовать выручку от данных продаж исключительно для дальнейшего уменьшения задолженности. В результате такой политики индекс Доу-Джонса в течение трех месяцев упал приблизительно на 25%.

Инвестиционный климат оставался чрезвычайно консервативным — рынок пребывал под прессом законодательных ограничений и психологических факторов, ограничивающих инвестиционные возможности. Доверительные фонды штата Нью-Йорк могли держать в акциях в лучшем случае 25% своих активов, а большинство трастов предпочитали все активы портфеля вкладывать в облигации.

Логика такой политики состояла в том, что акции изначально представляют более рискованные активы, чем облигации, и поэтому должны обеспечивать их обладателей "вознаграждением за риск". Это вознаграждение должно компенсировать следующие преимущества облигаций: гарантированную цену погашения, обязательные купонные выплаты по ним (выплаты дивидендов по акциям осуществляются произвольно), первоочередное удовлетворение требований владельцев облигаций в случае банкротства компании. Очевидно, что об инфляции никто тогда не беспокоился.

Торговля акциями осуществлялась немногими операторами и нечасто. В 1950-е годы всего 5% американцев владели акциями (в отличие от 50%, владеющих акциями сейчас). От специалистов, следящих за текущим состоянием рынка,

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

требовалось особое терпение: индекс Доу-Джонса рассчитывался лишь один раз в час, и даже при такой частоте его оглашение иногда запаздывало.

Акций было значительно меньше, чем сейчас, и сделки совершались значительно реже. Ежедневный объем сделок измерялся сотнями тысяч проданных акций, а не сотнями миллионов, как сегодня. (Сейчас на бирже зарегистрировано в 100 раз больше акций, чем в 1955 году.) В начале 1950-х годов на Нью-йоркской фондовой бирже в год осуществлялись сделки с 15–20% акций, а теперь годовой оборот составляет приблизительно 106%.

Я пришел на биржу Уолл-Стрит тогда, когда люди больше опасались риска, чем желали прибыли. Я видел, как на протяжении последующих пятидесяти лет предпочтения коренным образом изменились. Изменения происходили по следующей схеме: стремление получить прибыль постепенно брало верх над желанием избежать риска — вплоть до того, что в погоне за сказочными богатствами инвесторы теряли всякий разум и чувство осторожности. Такое превращение готовило почву для следующего обвала рынка и возобновления разумного восприятия риска. Но в момент моего прихода на рынке господствовали настроения опасения, которые, возможно, и создали идеальную психологическую основу для бурного развития рынка в последующие пятнадцать лет.

С одной стороны, акции были недооценены (и не только акции компаний-банкротов и компаний, находящихся в состоянии сложных реорганизаций или разделов). Недооцененными оставались акции крупных компаний, занимающихся розничной торговлей, таких как *Montgomery Ward* и *Sears Roebuck*. Я помню, как Сьюэлл Эйвери, глава компании *Montgomery Ward*, пребывал в полной уверенности, что США опять вступают в период экономической рецессии; по этой причине он отка-

звался инвестировать имеющиеся у компании в избытке денежные средства. Руководство компании *Sears*, исходя из тех же соображений, считало, что в недалеком будущем последует бурный рост цен на товары торговли, и вкладывало средства в развитие загородных супермаркетов. Компания *Sears* превратилась в гиганта, компания *Montgomery Ward* канула в небывшие

Крупные и авторитетные брокерские конторы с выгодой для себя занимались крупными и известными компаниями, избегая запутанных и неясных случаев. Это создавало хорошие возможности для предприимчивых и старательных аналитиков.

Моя стартовая зарплата составляла 150 долл. в месяц — около сотни долл. зарплата младшего аналитика в момент наивысшего подъема рынка в 1990-е годы (впрочем, мне обеспечили значительное повышение, если дела пойдут хорошо). К сожалению, отдел исследований рынка компании *Hirsch* не стал “путеводной звездой” для остальных членов финансового сообщества. Поначалу мои обязанности в определенной мере напоминали сузившиеся функции современных аналитиков — формулировать логическое обоснование для сбора комиссионных и обеспечивать компанию сделками.

У меня было множество стремлений. Я хотел разыскать недооцененные “жемчужины”, найти стоимость там, где другие аналитики ее не замечают или неправильно истолковывают. Я хотел зарабатывать деньги с помощью денег. Следуя этой цели, я остановил свое внимание на компаниях с малой рыночной капитализацией, считая, что другие аналитики, скорее всего, не обратят на них внимание.

Почти с самого начала меня ожидало разочарование. Я знал, что могу заработать больше денег не в качестве брокера или аналитика, а самостоятельно осуществляя инвестиции на рынке. Более того, я был одним из немногих в компании

Hirsch, кто вообще имел представление об оценке цепных бумаг. Но как и большинству младших аналитиков, в чьи обязанности входит ведение переписки, мне было очень трудно заинтересовать своими докладами коллег из компании *Hirsch*.

Чтобы не тревожиться об этом, я решил превратить свои разочарования в что-нибудь полезное. При содействии товарища, который учился на класс старше меня в школе Таунсенд Харрис, я встретился с Робертом Блайбергом, издателем журнала *Baron's*. Блайберг согласился, чтобы я писал для него статьи — без указания имени автора или под псевдонимом Ноэля Самюэльсона (Ноэль — прочитанное в обратном порядке имя Леон, а Самюэльсон — девичья фамилия моей матери). Так я пережил один из моментов исполнения желаний, о которых мы много мечтаем, но пережить которые удастся так редко.

Для искусного инвестора самым плохим случаем считается случай "эффективного рынка", в котором вся информация известна и понятна всем его участникам; на таком рынке цены точно отображают имеющуюся информацию. Впрочем, причин волноваться нет — мы никогда не станем свидетелями такого рынка. Вместо него мы видим, что инвестиционные возможности порождаются, с одной стороны, эмоциями, такими, например, как страх, сбивающий цены активов значительно ниже их истинной стоимости, а с другой — изменениями, в свою очередь, порождающими неизвестность и зачастую приводящими в замешательство игроков, пытающихся пережить рынок. В последнем случае у инвесторов есть великий союзник — правительство, чьи попытки узаконить справедливость или улучшить механизмы функционирования рынка почти всегда создают возможности и весьма привлекательные ситуации для инвесторов.

Примером создания такого рода возможностей был случай с Законом о холдинговых предприятиях в сфере общественно-

го пользования. Закон возник как следствие Великой депрессии и был поддержан Франклином Д. Рузвельтом. Его цель состояла в разрушении монопольной власти коммунальных предприятий. Он вынуждал коммунальные компании выделять из своего состава различные меньшие предприятия. Часто такие возникающие предприятия было совершенно невозможно оценить. Структура холдинговой компании (запрещенная Законом о холдинговых предприятиях) основывалась на чрезмерном использовании заемных средств. Холдинговая компания *Commonwealth & Southern* (которую в свое время возглавлял Уэнделл Уилки) имела дочерние компании — *Ohio Edison* и *Southern Company*. Эти “подразделения”, в свою очередь, владели активами действующих предприятий. Согласно Закону о холдинговых предприятиях, каждый акционер компании *Commonwealth & Southern* получал акции компаний *Ohio Edison* и *Southern Company*, что при старательном анализе давало возможность оценить стоимость активов компании по сравнению с ценами на ее акции.

Одной из компаний, выделившихся из холдинга согласно Закону о холдинговых предприятиях, была *American & Foreign Power*. Пройдя требуемые законом преобразования, она выпустила новые второстепенные обязательства, а также обычные акции. Стоимость этой компании было трудно оценить, отчасти из-за разбросанности ее активов (в их число входила, например, компания *Argentine Electric Power*). Однако проведенный мной анализ позволял мне считать, что компания стоит больше того, что за нее готовы платить на рынке. Моих коллег по компании *Hirsch* мой анализ не интересовал, поэтому я опубликовал его результаты в журнале *Barron's* под псевдонимом Поэля Самюэльсона. Вскоре после появления статьи в мой офис зашел заведующий отделом исследований рынка. Он бросил мне на стол номер *Barron's* и сказал: “Вот, Леон,

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

тот парень Самюэльсон на самом деле знает свое дело". Вспоминая сейчас те годы, становится ясно, что тщательный анализ десятков предприятий, выделенных из состава более крупных компаний в соответствии с Законом о холдинговых предприятиях в сфере общественного пользования, оставался тогда одним из наиболее надежных способов зарабатывания инициальных капиталов.

Возможно, вследствие того, что дела шли вяло, Дэн Пирс, партнер, отвечающий за розничные продажи в компании *Hirsch*, предложил мне продавать результаты моих исследований рынка тем покупателям, которые пожелают открыть счет в *Hirsch*. Но при этом мои комиссионные были установлены на уровне 25% от заключенных благодаря мне сделок, в отличие от 33%, установленных для торговых представителей, работающих с обычными клиентами. Я быстро сообразил, что разница в 8% между двумя ставками превышает по размерам мою ежемесячную зарплату. По сути, разрешая мне торговлю по пониженной ставке, компания *Hirsch* получала бесплатного аналитика рынка. Я выразил свои чувства по этому поводу руководству компании, но безрезультатно.

Поэтому меня весьма заинтересовали другие проявления недовольства внутри компании. Так, одним из наиболее успешных менеджеров по продажам компании был брокер Макс Опенгеймер — высокий, худощавый, носящий очки иммигрант, говоривший по-английски с сильным немецким акцентом. До переезда в США Макс продавал сигареты в городе Вюрцбурге (Германия). Убежав от гитлеровского режима, он тем не менее сохранил крепкие связи с представителями еврейского иммигрантского сообщества.

Однажды Макс купил акции по моему совету и заработал хорошие деньги. А его недовольство *Hirsch* состояло в том, что компания не желала осуществлять торги шпермарками

(марками, выданными населению Германии в качестве компенсации за конфискованное нацистами имущество). Шпермарки были в обращении в Германии, но не конвертировались в другие валюты. Макс постоянно сталкивался в Нью-Йорке с беженцами, желающими поменять свои шпермарки на доллары. Поскольку инвестиционная компания может заставить эти деньги "работать" в Германии, Макс понял, что существует возможность получения прибыли путем создания рынка шпермарок в США.

Компания *Hirsch* продолжала следовать своей политике в отношении шпермарок. Мне кажется, ее решение было вызвано частично высокомерным нежеланием вести бизнес с "максowymi" беженцами, частично — некоторыми практическими соображениями. Конвертирование шпермарок представляло трудоемкий процесс; по каждой сделке необходимо было уведомлять банки и связываться с нужными людьми. Но поскольку Макс был ценным работником, партнеры позволили ему основать свою собственную отдельную компанию и разместить ее в паходящейся за стеклянной стеной коммутаторной в офисе компании *Hirsch*. Проявив свойственную ему предприимчивость, Макс нашел дантиста, готового сдать ему в аренду свое место на Нью-йоркской фондовой бирже. Имея в своем распоряжении 100 тыс. долл. по большей части полученного в долг капитала, Макс с двумя своими партнерами основал компанию *Oppenheimer and Company*. Благодаря тому, что компания не оплачивала аренду офиса и не несла других расходов по его содержанию, она с самого начала оказалась успешной. Максу не пришлось даже оплачивать услуги по предоставлению текущей биржевой информации — через стеклянную стену коммутаторной можно было читать бегущую строку компании *Hirsch*.

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

Заинтригованный созданием новой компании, я отправил Максу и его партнерам огромный букет цветов и записку с пожеланиями всяческих успехов. Это оказало даже более благоприятное впечатление, чем я ожидал. Через несколько месяцев мой жест дал результат — меня пригласили присоединиться к компании в качестве компаньона-соучредителя.

В 1951 году, в день своего двадцатипятилетия, вложив 12,5 тыс. долл. собственных денег (около четверти всех средств, имеющихся у меня в то время), я вступил в компанию *Oppenheimer and Company* в качестве компаньона и директора отдела исследований рынка. Я знал, что, начиная это дело, буду зарабатывать меньше денег, чем в *Hirsch*, но считал более важным тот факт, что данная позиция открывала для меня значительно больше возможностей. Много лет спустя я прочитал высказывание Генри Киссинджера, объясняющее сущность стратегического позиционирования. В книге о Венском конгрессе — «Восстановленный мир» (*A World Restored*) — он писал, что посредственные дипломаты всегда жертвуют долгосрочными преимуществами ради достижения сиюминутного улучшения своего положения.

Несмотря на все разочарования (или, может быть, благодаря им), моя первая работа в компании *Hirsch* имела одно неосценимое достоинство: она помогла мне понять, чем я на самом деле хочу заниматься.

Кроме Макса, в компании было еще два партнера — немцы Хьюго Хекш и Альберт Дойбл. Там также работали три секретаря, двое из которых терпеть не могли друг друга. В первые годы работы повсеместно распространившееся немецкое влияние в компании временами чувствовалось настолько сильно, что я и моя секретарша Марни Коун называли себя Англоязычным союзом.

По субботам в полдень, после окончания операций на бирже мы с партнерами обычно ходили на ланч в ресторан *Luchow's* — легендарный нью-йоркский ресторан, который мой покойный товарищ Бен Зонненберг, великий мастер по связям с общественностью, однажды охарактеризовал как единственный немецкий ресторан с китайским названием.

Через шесть месяцев после моего прихода в *Oppenheimer* мы устроили рождественскую вечеринку, продукты для которой поставляла компания — наш клиент, владеющая гастрономическим магазином. Хотя наша фирма была крохотной по размерам, Макс решил продемонстрировать ее незаурядность и заказал для партнеров сэндвичи с индюшатиной. Не считаясь с затратами, он нанял оркестр, чтобы развлекать нас на вечеринке, о чем и сообщил нам. “Оркестр” состоял из одного человека, имеющего замысловатый аппарат, позволяющий ему играть на гармонике, аккордеоне, ударниках и других инструментах одновременно. Таким образом, с самого начала компания *Oppenheimer* не была рядовой компанией с Уолл-Стрит.

Я был единственным работником департамента исследований рынка. Располагая крайне ограниченным бюджетом, мы не могли тягаться с гигантами Уолл-Стрит, но нам, тем не менее, приходилось создавать видимость благополучия. Помню, однажды агентство *Goldman Sachs* опубликовало отчет о компании *Denver and Rio Grande Railroad*, и мне захотелось посмотреть его. Когда представитель департамента анализа рынка компании *Goldman Sachs* любезно сообщил мне, что они оставят один экземпляр для меня, я ответил: “Отлично, я пришло курьера”. После чего надел плащ и поспешил за угол улицы по адресу Уолл-Стрит, 40.

В ту пору исследование рынка в целом находилось в жалком состоянии. Будучи амбициозным молодым человеком, я решил придерживаться высоких стандартов и не публиковать

отчеты о компаниях, которые не посещал никто из наших сотрудников и с менеджерами которых не проводились встречи. Я был от природы стеснителен, и мне самому вначале было весьма нелегко претворять данное решение в жизнь.

Одной из первых я посетил компанию *Moore McCormack*, занимающуюся морскими перевозками. Этот бизнес пользовался тогда целым рядом субсидий и протекционистских мер, и акции компании продавались по завышенным (причисляя в расчет доходность ее акций и облигаций) ценам. Я договорился о встрече с исполнительным вице-президентом компании, но войдя в его офис, застыл в оцепенении. После нескольких минут целовкой тишины он сказал: "Я встречался с аналитиками, задающими дурацкие вопросы, у меня были аналитики, задающие умные вопросы. Но до сих пор я никогда не встречал аналитика, не задающего мне никаких вопросов".

Макс использовал каждую возможность для привлечения новых клиентов. Наша компания рекламировала мои отчеты в издании *Der Aufbau* — газете немецких иммигрантов, выходящей в Нью-Йорке, и если кто-нибудь звонил или писал нам, одному из брокеров давалось задание по проработке этого контакта. Макс также принимал на работу беженцев, приходивших в компанию продавать свои гипермарки. Где бы не бывал Макс, он везде отыскивал немецких иммигрантов, и, в конце концов, мы стали бояться его поездок — каждый раз, невзираясь, он открывал новое представительство. Мы могли отслеживать маршруты поездок Макса, наблюдая за тем, как появлялись офисы *Oppenheimer* во Франкфурте, Каншах, Буэнос-Айресе, Монтевидео и Сан-Пауло.

Тяготение ко всему немецкому распространялось также и на наши инвестиции. Макс вырос в Германии, и поэтому конечно представлял себе возможности, открывшиеся после вступления в силу Закона об опекунов над иностранной соб-

ственностью (Alien Properties Custodians Act). Закон разрешал продажу немецкого имущества, находящегося на территории США, которое было под арестом во время Второй мировой войны. Некоторые из рассматриваемых нами немецких активов принадлежали таким печально известным компаниям, как, например, *I.G. Farben*.

Когда я изучал один из случаев продажи компании в соответствии с этим Законом, меня озарила мысль, укрепившая мою уверенность в том, что я выбрал для себя правильный путь. Компания называлась *Associated Telephone and Telegraph* и была иностранным отделением конгломерата телефонных компаний *Theodore Gary*, американской холдинговой компании. Оценить эту компанию-монстра было чрезвычайно трудно из-за наличия в ее структуре разнообразнейших отделений. Тем не менее я принялся за составление сводного баланса. Задача была не из легких, и я работал над проектом допоздна. Продвигаясь все дальше в своем анализе, я пришел к выводу, что цена акции компании лишь на небольшую величину превышает годовой доход на нее. Это открывало огромные возможности для того инвестора, которому удалось бы приобрести ее активы.

Окинув взором плохо освещенный, пустой офис, я впервые понял, что моя судьба зависит только от меня, а не от моих партнеров. Я контролировал ее настолько, насколько это вообще возможно! Я был в восторге.

Но моя радость вскоре омрачилась дальнейшими перспективами моего открытия. Я убедил компаньонов в реальном существовании скрытой ценности данной компании, но мы могли собрать всего лишь несколько миллионов долларов. Этого было недостаточно для подачи серьезного предложения, способного убедить распорядителя этой собственности. Поэтому я решил: если мы сами не можем заполнить это

сокровище, то должны найти претендента побогаче и заработать комиссионные как компания, обнаружившая привлекательный объект. Я показал отчет руководителям компании *Graham and Newman* — бизнес-структуре Бенджамина Грэхема, надеясь, что они поймут логику моего анализа.

Так и произошло, и компания *Graham and Newman* выиграла конкурс и приобрела активы, впоследствии принесшие им доход в несколько миллионов долларов. В качестве вознаграждения за обнаруженную мной инвестиционную возможность Мики Ньюмен, компаньон Грэхема, выслал мне чек на 250 долл. Я был настолько разъярен, что пригрозил подать дело в суд. Ньюмен увеличил размер вознаграждения до 1000 долл. (этого было достаточно, чтобы упрямить мое обращение в суд). Но все же сумма была значительно меньше тех 1 или 2%, на которые мог бы рассчитывать обнаруживший такую возможность аналитик, желающий компенсировать долгие часы работы доиздана, потраченные на открытие такой инвестиционной возможности, как компания *Associated Telephone and Telegraph*.

Я был раздосадован, но у меня не было причин считать, что сам Билл Грэхем каким-то образом причастен к попытке его компании меня “кинуть”. Понятно, Ньюмен не давал мне возможности встретиться с Грэхемом, одновременно работающим в своей фирме и читающим лекции в Колумбийском университете. (Один из студентов Грэхема в Колумбийском университете, молодой человек по имени Уоррен Баффетт, со всей серьезностью отнесся к его лекциям и доказал преимущества цепного инвестирования своей замечательной сорокалетней деятельностью во главе компании *Berkshire Hathaway*.)

Ценностное инвестирование — это метод анализа акций, в наибольшей степени приближающийся к “золотому правилу”. Ведь аналитик, исследующий акции, всего лишь пытается прогнозировать, какова будет стоимость соответствующей

компании для отдельного владельца акций в какой-то момент времени в будущем. Идея проста в выражении, но чертовски сложна в исполнении — слишком много переменных влияет на будущую стоимость компании. Стоимость ее активов зависит от руководства компании, текущего состояния рынка и отношения рыночных агентов к данной отрасли бизнеса. Изменения в руководстве, столкновения высших руководителей на личном уровне, изменения в технологии производства и вкусах потребителя, в условиях получения кредита, конкуренция внутри страны и на внешних рынках, общие экономические факторы, такие как процентная ставка, наличие сырья и талантливых руководителей, изменения в политике налогообложения (список можно продолжать до бесконечности) — все эти факторы влияют на оценку стоимости компании.

Обычно аналитики, оценивающие будущие перспективы компании, рассматривают ее прошлое. А что, собственно, еще они могут рассматривать? И все же, даже если имеется четкая картина прошлого компании, было бы ошибкой предполагать, что условия, существовавшие в прошлом, останутся весомыми для настоящего или будущего.

Возможно, именно поэтому появившаяся недавно идея совершенного рынка — “эффективного рынка”, в котором текущие цены отражают реальное положение дел, настолько привлекательна. Совершенный рынок исходит из предположения, что цены отражают результаты всего проведенного до данного момента рыночного анализа. Сторонники теории эффективного рынка (я не отношу себя к их числу) считают, что акции никогда не могут быть недооцененными, а рынок не может быть переоценен. Они утверждают, что на эффективном рынке нельзя извлечь сверхприбыль; единственное, что следует делать, — вкладывать свои деньги в какой-либо индексный фонд. Но проблема состоит в том, что при вполне

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

разумном и обоснованном соотношении цен отдельных акций рынок в целом может быть переоценен или недооценен.

Хотя рынок и неаффективен, в долгосрочном плане он эффективен в значительной мере, особенно в усмирении самомнения тех, кто поддался соблазну рассматривать доходы в качестве доказательства своей собственной гениальности. В неопределенном мире, руководствуясь, скорее, случаем, чем правилом, только одно можно утверждать со всей определенностью: чем больше проходит времени, тем выше вероятность того, что в какой-то момент вы станете свидетелем невероятного события.

Конечно, можно признавать непредсказуемость рынка и при этом считать, что инвесторы могут извлекать прибыль из его колебаний. Мой друг Чарльз Стивенсон, торговец ценными бумагами, разработал систему инвестирования, которую он сравнивал с плаванием на парусном корабле. В 1970-е годы Чарльз проводил долгие часы в библиотеке, изучая ценовые колебания на товарных рынках. Чарльз сравнивал рынок с погодой в том смысле, что можно знать условия, благоприятствующие шторму, однако не уметь предсказать, когда и где шторм возникнет и в какую сторону двинется. Но, по мнению Чарльза, можно определить направление ветра и плыть по нему до тех пор, пока не почувствуете, что ветер меняется; тогда необходимо менять курс.

Следуя такой тактике, Чарльз очень хорошо заработал, играя на повышении цен на серебро. Это произошло в то время, когда братья Цельсон Банкер Хант и Уильям Герберт Хант попытались посредством массовой покупки получить контроль над ценой серебра. Чарльз раньше братьев понял, что ветер меняет направление, и сорвал огромный куш, а братья Хант потеряли целое состояние. Как я уже отмечал: если вы следуете за основной массой и знаете, когда выходить из

игры, вас ждет несомненный успех — независимо от логики, руководящей действиями основной массы инвесторов.

Мой подход состоит в другом. Конечно, я хочу знать, куда движется основная масса, “толпа” инвесторов. Но затем я пытаюсь определить, как меняющиеся условия могут повлиять на поведение “толпы”. Если мне кажется, что в экономике намечается серьезный спад, я пытаюсь предвидеть его влияние на основную массу и соответственно осуществлять инвестиции. Это, собственно, то, что делал отец, пытаюсь предугадать, какие компании окажутся в выгодном положении после окончания Второй мировой войны.

Я никогда не считал, что совершенный рынок существует. И хотя я знаю все трудности и преграды в определении будущей стоимости компании, я считаю, что сделать квалифицированный прогноз успешной или неуспешной деятельности компании можно. Кроме того, сегодня можно инвестировать, принимая решения на основе вероятных колебаний сегментов рынка, в противовес инвестированию в акции отдельных компаний.

В 1951 году не было никакой возможности следовать данной стратегии — инвестирование в индексные опционы или индексные фьючерсные контракты не практиковалось. Не было еще и теории эффективного рынка, которая появилась лишь в конце 1960-х годов. В 1951 году рынок жестко регулировался, а информация распространялась в лучшем случае медленно и неравномерно.

Однако и эти условия давали более чем достаточные шансы для получения прибыли тем инвесторам, которые умели их искать. Я скептически отношусь к лицемерным заверениям руководителей корпораций о поддержке свободной торговли и свободного рынка. Как только компании выходят на рынок, они тотчас осуществляют огромные денежные вливания в усилия лоббистов — усилия по убеждению политиков в том,

что необходимо создать новые барьеры, чтобы не допустить проникновения на рынок других компаний. На протяжении последних лет такую тактику наиболее агрессивно исповедовали текстильные и медиа-компании. Первые требовали введения пошлин на денежный импорт, а вторые пытались сохранить свои позиции в использовании государственных частот. Представители бизнеса, часто выступающие как истинные либералы во время подъема рыночной активности, во время спада экономики внезапно начинают напоминать социалистов и слезно просят о сапации и протекционистских мерах со стороны правительства.

В 1951 году, работая аналитиком, я тщательно исследовал ежемесячные отчеты о торговле акциями, осуществляемой инсайдерами. Я пытался найти признаки активности, которые бы указывали на существование привлекательных возможностей для инвестиций. Делать то же самое сегодня было бы значительно сложнее. На каждого аналитика, искавшего недооцененные компании в 1951 году, сейчас их приходится, наверное, целый десяток. Понимая, что люди часто повторяются, я изучал деятельность искусных инвесторов и рассчитывал предугадать их последующие действия.

Поэтому я прорабатывал сведения о покупках и продажах, осуществленных служащими корпораций и их директорами. Эти сведения в обязательном порядке предоставлялись Комиссии по ценным бумагам и биржам, и данные о них были общедоступны. Я научился понимать и ценить виртуозное мастерство двух маэстро инвестирования — хорошо известного Дж. Пола Гетти и малоизвестного Сая Шойера. Они оба научились использовать слабые места биржевой деятельности с целью постепенного овладения активами, имеющими чрезмерно заниженную стоимость. В отличие от теперешних финансистов, желающих получить немедленную отдачу, эти

люди обладали чрезвычайным терпением и были способны разрабатывать и претворять в жизнь сложные планы, в некоторых случаях дающие отдачу лишь спустя десятилетия.

Одна из главных проблем инвестирования — понять, как быстро произойдет то или иное событие. У всех специалистов есть свои значимые временные рамки, и астрофизик, оперирующий миллиардами лет, не сможет поставить себя на место метеоролога, размышляющего о будущем в терминах часов и дней. Оба они будут обескуражены временной шкалой археолога, занимающей меньший отрезок времени, чем у астрофизика, но больший, чем у метеоролога.

“Внешний предел” временного горизонта современного аналитика с Уолл-Стрит сегодня составляет порядка одного года. Различия в подразумеваемых временных интервалах объясняют, почему обитатели Уолл-Стрит так часто разговаривают “в диссонанс” друг с другом. Я могу сказать: “Акции компании *Consolidated Chicken Feed* — отличные акции”, а мой коллега заметит: “А не будет ли у них финансовых потерь в следующем квартале?” Но меня не интересует следующий квартал — я рассматриваю факторы стратегического и демографического порядка, способствующие развитию этой отрасли промышленности вообще и этой компании в частности в перспективе следующих нескольких лет, а иногда и следующих десятилетий.

Среди инвесторов, способных улавливать долгосрочные перспективы развития рынка, наибольшего успеха в своей деятельности достиг Джон Пол Гетти. Нелегко было понять, что на уме у этого хитрого нефтяного магната. Его стратегия была настолько сложной, что я сомневаюсь, имели ли брокеры, выполнявшие его заявки на проведение операций, хоть какое-либо представление о ней. Гетти представляется мне образцом того, как претворять в жизнь долгосрочную стратегию.

Уже в 1930-е годы Гетти понял, что может прибрать к рукам нефтяной бизнес значительно дешевле, не осуществляя буровые работы и не подвергая себя всем рискам, связанным с прогнозированием и пробным бурением скважин, а покупая недооцененные акции компаний — владельцев известных месторождений. Он также осознал, что низко котирующиеся акции других компаний дают шанс за вполне приемлемые средства дополнить его нефтяную компанию компаниями по очистке и продаже нефти. И ведь что самое потрясающее — Гетти понимал, что на осуществление его стратегии приобретений уйдут долгие годы! Тем не менее ему удавалось неизменно и искусно осуществлять ее — под самым носом у инвесторов и конкурентов, которые могли в любой момент перечеркнуть все его амбиции.

Такой шанс появился у Гетти в 1934 году. В результате одного из завершающих этапов инициативного правительства разделении компании Джона Д. Рокфеллера *Standard Oil Company* была образована корпорация *Mission Corporation*, владеющая внушительными пакетами акций двух других нефтяных компаний — *Tidewater Associated Oil Company* и *Shelley Oil*. Первая включала в себя нефтеперерабатывающие предприятия и торговую сеть, вторая владела значительными месторождениями нефти. Акции корпорации *Mission* распространялись среди акционеров компании *Standard Oil*. Большой нефтеочистительный завод компании *Tidewater* в Неаполе (Италия) работал лишь на 55% своей мощности, и цена акций компании держалась на низком уровне. Гетти понял возможности, которые открывались для него в результате приобретения этой недооцененной компании. Под прикрытием контролируемой им компании *Pacific Western Oil Company* Гетти начал скупать акции и *Tidewater*, и *Mission*. В 1937 году он полностью контролировал компанию *Mission* и владел около

20% акций компании *Tidewater*. С помощью *Mission Corporation* Гетти продолжал скупать акции *Tidewater*, используя свой внушительный пакет акций *Tidewater* для предотвращения прихода других претендентов, желающих прибрать к рукам эту компанию.

Гетти был легендарным скушом (в Кувейте он с ужасом обнаружил, что на его предприятиях в туалетах используется пресная вода, и распорядился, чтобы в уборные стали подавать морскую); но он не был лишен чувства юмора. Однажды, посещая нефтеочистительный завод компании *Tidewater* в Неаполе, он нашел время, чтобы сходить в Национальный археологический музей. Этот музей известен своей коллекцией древнего искусства, в которую входят бюсты деятелей Древнего Рима. Школа скульптуры, популярная перед правлением Августа, первого римского императора, предпочитала реалистичные изображения, на которых показывались бородавки и т.п., — в отличие от более идеализированных образов, характерных для греческой или поздней древнеримской скульптуры эпохи императоров. Проходя мимо одного из бюстов, Гетти произнес: “Ах вот ты где, дружище Джо Скелли!” (на самом деле Джо Скелли был его заклятым врагом). Немного дальше он заметил еще один бюст, который он сравнил с главой компании *Tidewater Oil*. Многие из “глав”, “замеченных” им в залах музея, “полетели” в ходе построения нефтяной империи Гетти.

Игра, разыгранная Гетти как шахматная комбинация, размеренно подходила к своему завершению, и в 1948 году он применил новую стратегию, стремясь получить контроль над компанией *Tidewater*. Компания *Mission Corporation* образовала компанию *Mission Development Corporation* и перевела все накопленные компанией *Mission* акции *Tidewater* в новую компанию. Чтобы сэкономить финансовые средства, Гетти убедил компа-

пию *Lehman Brothers* выступить гарантом обмена акций, в ходе которого вместо обычных акций компании *Tidewater* предлагались новые привилегированные акции той же компании.

Подобное предложение преследовало также еще одну цель. Обменивая ценные бумаги компании *Mission* на ценные бумаги компании *Tidewater*, Гетти практически бесплатно увеличивал свою долю в остающихся акциях *Tidewater*. Эта уловка, называемая “усадкой”, — прекрасный метод, используемый инвесторами для увеличения своей доли во владении компанией без каких-либо финансовых вложений. Причина, по которой “усадка” еще широко не используется многими инвесторами, обусловлена тем, что этот метод требует большого терпения и хитрости.

К 1950 году Гетти владел 45% акций *Tidewater*, что давало ему возможность эффективно контролировать компанию. Когда был получен контроль над *Tidewater*, роль компаний *Mission* и *Mission Development* была сыграна, и Гетти объединил их в компанию *Getty Oil*.

Я наблюдал за развитием этих захватывающих событий еще перед своим приходом в компанию *Oppenheimer*, уловив суть плана Гетти из материалов об операциях инсайдеров, прочитанных мною в отчетах Комиссии по ценным бумагам и биржам. Как постоянный покупатель акций компании *Mission* я “присоединился” к предпринимаемой операции (и написал статью для небольшого финансового журнала *Financial World*). Что касается Гетти, то он не только собирал воедино “куски” своей нефтяной империи. Его поездки в Неаполь развили его вкус к древнему искусству. Он познакомился с археологом, помогавшим раскапывать Геркуланум — древнеримский город, погибший при извержении Везувия. Археолог сопровождал Гетти в его путешествии к Геркулануму и показал ему древнюю виллу Папири. Гетти был поражен изяществом и

изысканностью видлы, и она послужила прототипом первого Музея Гетти, построенного для его художественной коллекции в городе Малибу, штат Калифорния.

Слава о Гетти распространялась по всему миру, в то время как, вероятно, самый изобретательный и умный из всех известных мне инвесторов мог пройти незамеченным по любой улице планеты. Речь идет о Сасе Шойере, пытавшемся во что бы то ни стало не допускать упоминания своего имени в газетах и финансовых журналах. Гетти занимался нефтью, а “коньком” Шойера стали чрезвычайно сложные схемы перевозок, включающие перевозки угля и, что более важно, перевозки угля баржами и по железной дороге. Я обратил внимание на Шойера, потому что отчеты об операциях инсайдеров говорили о возрастающей доли его акций в компании *West Virginia Coal and Coke*.

Осуществляемая Шойером игра на бирже была самой интересной из всех на Уолл-Стрит, свидетелем которых я стал. В ней не было места сомнительным операциям и тактике “сильной руки”. Игра включала блестящее использование налогового законодательства и применение поистине великой стратегии. Как и Гетти, Шойер умел виртуозно использовать тактику “усадки”. Только на одном деле компании *West Virginia Coal and Coke* Шойер приобрел целое состояние.

Свой первоначальный капитал Шойер заработал на торговле птичьими перьями в Аргентине, затем на операциях с недвижимостью в Нью-Йорке. Он приступил к приобретенной компании *West Virginia Coal and Coke*, в прошлом частного предприятия семьи композитора Коула Портера, в начале 1950-х годов. Умирающая компания рассматривалась как типичный представитель отжившего свой век угольного бизнеса. Но Шойер понял, что за угольной компанией скрывается процветающая баржевая компания — самая крупная из суще-

ствующих в США, чья стоимость намного выше ее рыночной стоимости, составляющей порядка 6 млн. долл. В 1954 году Шойер уже владел 44% акций переоцененной компании и контролировал ее активы. Но действовать он предпочитал в тени. По правилам Комиссии по ценным бумагам и биржам, регистрация акций требовалась в случае, если индивидуальный пакет акций компании достигает 10%. Уже много лет спустя сын Шойера Уолли рассказывал мне, что Сай покупал акции от имени каждого из пяти своих детей, следя за тем, чтобы ни одна из частей не превышала 9,9%. В конце концов, бухгалтер убедил Шойера обнародовать данные об имеющихся у него акциях.

Получение контроля над компанией *West Virginia Coal and Coke* было лишь началом целого ряда хорошо продуманных шагов, в ходе которых Шойеру удалось заставить приобретенные им компании финансировать его великую и дерзкую игру на рынке, игру, которую он осуществлял прямо под носом у воротил с Уолл-Стрит.

Шойер приобретал акции по цене от 10 до 14 долл. за акцию. В то время по каждой акции выплачивался годовой дивиденд в 1,2 долл. Одной из первых предпринятых им мер было ограничение дивидендов и перенесение их выплаты на последующие периоды. Дивиденды были выплачены через несколько лет, но не как распределение прибыли, а, по утверждению Шойера, как доход от капитальных вложений, который освобождался от уплаты налогов. Шойер доказывал, что данный дивиденд не представляет собой средства, заработанные компанией. Этот вопрос мог быть решен только федеральным правительством, и компания немедленно обратилась в Налоговую службу США за соответствующим заключением. На это ушло несколько лет, поскольку для вынесения решения по данному делу сторонам пришлось поднимать материалы, относящиеся к началу

столетия, и восстанавливать подробности банкротства компании, наступившего перед Первой мировой войной.

Эта схватка стала всего лишь репетицией перед осуществлением намного более честолюбивого плана. Получив благоприятное для себя заключение Налоговой службы, Шойер осуществил ряд сложных маневров. Компания *Ohio River Company*, занимающаяся перевозками грузов на баржах, полностью принадлежала компании *West Virginia Coal and Coke* и имела заключенные контракты с предприятиями общественного пользования на поставку угля в города, вплоть до Нового Орлеана. Проблема состояла в том, что из пункта доставки баржи возвращались порожняком. Поэтому Шойер занялся поиском заказчиков и подписал долговременные контракты с предприятиями общественного пользования на поставку угля баржами, возвращающимися назад.

Шойер понимал, что де-факто эти долгосрочные контракты превращают его компанию по эксплуатации барж в предприятие общественного пользования, а подписанные контракты дают возможность занимать капитал, поскольку банки могут рассчитывать на вполне прогнозируемый доход. Вооруженный заключением Налоговой службы, Шойер убедил руководство баржевой компании полностью отдать ее в залог, а затем выплатить акционерам доход от вложения капитала. Компания согласилась, и Шойер вместе с другими акционерами сорвал хороший куш под видом налогооблагаемого налогом дивиденда в 25 долл. по акциям, торгующимися которыми велась по курсу в 11–14 долл. за акцию. Я, как и остальные держатели акций, был в восторге.

Следующим шагом Шойера стала продажа активов угольной компании по низкой цене, что дало ему возможность получить право на крупные налоговые компенсации. Затем он предложил компании *Ohio River Company* компании *Eastern Gas and Fuel* в обмен на ее акции. В этом деле Шойеру помогал

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

умнейший человек по имени Эли Голдстоун, который помог Шойеру "очаровать" Совет директоров компании *Eastern Gas*. Компания *Eastern Gas* была частью большого конгломерата компаний *Kopper's United* и одним из предприятий общественного пользования, выделенных из более крупной компании в результате применения рузвельтовского Закона о холдинговых предприятиях в сфере общественного пользования.

Убедив руководство компании *Eastern Gas* в том, что такой обмен (в результате которого Шойер стал самым крупным акционером компании) принесет им выгоду, Голдстоун принялся убеждать Совет директоров в том, что Шойер — вялый старичок, который никому не принесет вреда в качестве члена Совета. На первом же собрании Шойера предупредили, что не следует упоминать о самолете, принадлежащем компании, — в те времена он был шикарнее, чем сейчас. Но тот все-таки не смог удержаться. Он сказал, что беспокоится о безопасности председателя Совета директоров, столь жизненно необходимого для компании, который вынужден летать на легком самолетике. Председатель ответил: "Я рад, что вы подняли этот вопрос, — я сам подумывал о покупке значительно большего самолета".

Как и в случае с *West Virginia Coal and Coke*, как только Шойер получил контроль над компанией *Eastern Gas*, он добился того, что компания продолжила скупку собственных акций. Позже, когда я познакомился с Шойером, он мне сказал: "Леон, если вы хотите, чтобы акция "слушалась" вас, продолжайте покупать ее". Через несколько десятилетий интуитивное понимание Шойера поведения ценных бумаг нашло свое подтверждение в исследовании, проведенном на материале 1239 компаний. В результате исследования было обнаружено, что компании, ограничившие количество имеющихся на рынке акций посредством их выкупа, показали лучшие результаты, чем похожие

компаниям, не скупавшим свои акции. К сожалению, многие восприняли эту закономерность слишком рьяно и начали применять данную тактику для достижения более краткосрочных целей. Скупка акций — ловкий тактический ход, при условии, что у компании достаточно денежных средств, а акции недооценены. Однажды Уоррен Баффетт задал риторический вопрос: «Ну кто не воспользуется случаем скупить акции своих партнеров, платя 50 центов за доллар активов?» Естественно, при уменьшении количества акций на рынке происходит увеличение доли контрольного пакета акций.

Совсем иное дело — скупка акций в момент, когда их курс находится на наивысшем уровне за всю историю торгов ими или приближается к данному уровню, или когда цена акции во много раз превышает доход на нее. Еще хуже, если для проведения скупки компания берет кредит, — некоторые компании поступали именно так. Но при последующем падении курса компания остается с увеличившимся долгом и уменьшившимся капиталом. В последние годы все больше компаний (заметьте всех *IBM*) использовали тактику агрессивной скупки акций как метод повышения дохода на акцию. Если в течение года количество скупленных компанией акций превышает количество выпущенных, то доход на акцию возрастает, даже при общей неизменной сумме дохода, ведь тот же доход распределяется на меньшее количество акций.

Среди активов компании *Eastern Gas and Fuel* было 25% акций легендарной железнодорожной компании *Norfolk and Western*. Шойер сообразил, что эти акции дают еще одну возможность совершенно бесплатно увеличить свой контроль над компанией *Eastern Gas and Fuel*. Из указанного пакета он предложил акционерам *Eastern Gas* обменять одну акцию компании *Norfolk and Western* на две акции компании *Eastern*. Когда обмен состоялся, компания *Eastern* аннулировала полученные

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

в результате обмена акции. Таким образом, доля Шойера в компании (так же, как и доля остальных акционеров) увеличилась, а количество акций на рынке уменьшилось.

С помощью операции с 25-долларовыми дивидендами и тактики "усадки" Шойер заработал круглую сумму — несколько сотен миллионов долларов. Несмотря на всю жесткость его игры на рынке, он действовал в рамках закона. Большая заслуга в столь искусно осуществленной инвестиционной стратегии принадлежала налоговому консультанту Шойера Гарри Силверсону компании *Silverson and Gelberg*. По ходу событий Силверсон накопил небольшой собственный пакет акций в компании *Eastern*. Когда Силверсон умер, Шойер посоветовал вдове своего старого друга продать акции — в тот самый момент, когда он накапливал акции и осуществлял тактику "усадки". Будучи искусным финансистом, Шойер не был таким альтруистом, как Альберт Швейцер.

Я следил за маневрами Шойера издали, изучая отчеты об операциях инсайдеров и догадываясь об истинной стоимости приобретаемых им компаний. Проводимый анализ был сродни взламыванию кода или получению разведанных. Не было никакой возможности определить доходность баржевой компании с помощью исследования годовых отчетов *West Virginia Coke and Cole*. Чтобы получить сведения о доходах, мне пришлось порыться в папках документов Комиссии по торговле между штатами. Когда я все-таки понял, какое сокровище скрывается за угольным "фасадом" компании, я вместе со своим коллегой Арчером Шерлом опубликовал анонимную статью об этом в издании *Barron's*. Кроме того, Шойер получил сведения от Лео Голдуотера, своего брокера в компании *Hettleman and Co.*, что какие-то люди из компании *Oppenheimer* проявляют интерес к *West Virginia Coal and Coke*. Меньше всего Шойер желал привлечения постороннего внимания — оно

могло бы серьезно повредить его планам. Он попросил Голдуотера связаться с нашим брокером на биржевой площадке и договориться о встрече.

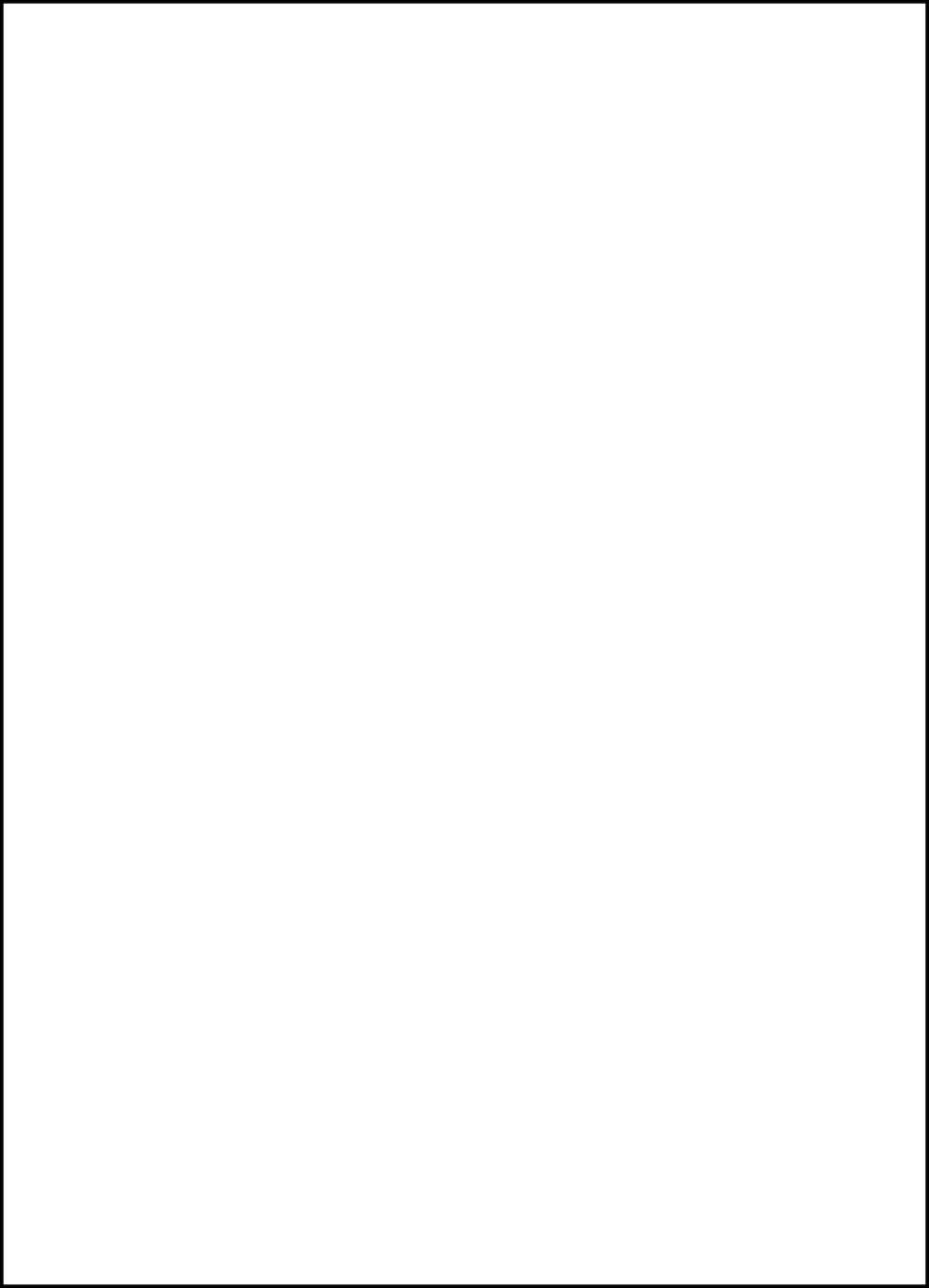
Шойер был высоким, стройным, жилистым мужчиной лет шестидесяти, более чем в два раза старше меня. В своей квартире на улице *Central Park West* он начал разговор с рассказа о том, какой ужасный бизнес эти железные дороги и уголь. Имея подготовленное “домашнее задание”, я сказал ему, что у меня есть покупатель на его акции. Разговор принимал нежелательный для Сая оборот. Он постарался убедить меня, что весь мой анализ неправилен. Но это не соответствовало действительности. Подозреваю — Шойер хотел, чтобы я продал ему свои акции, но когда этот вариант не прошел, он согласился отдать компании *Oppenheimer* небольшую часть своего семейного бизнеса. Так началось сотрудничество, длившееся до смерти Шойера в 1979 году. Я много почерпнул из его умения проникать в тайны рынка, но этот осторожный и замкнутый гуру так и не раскрыл все стороны своего инвестиционного гения.

Гетти и Шойер были двумя мастерами выжидания и маневра, действующими с большим размахом. Понимание сути проводимой ими игры открыло мне истину о том, какие сверхъестественные организованность, дальновидность, воображение и терпение необходимы для обнаружения и получения богатств, скрытых за цифрами балансовых отчетов заброшенных или недооцененных компаний. В определенном смысле эти два человека — антиподы “бухгалтерских кудесников” компаний *Enron* и *WorldCom*. В этих, как и во многих других современных компаниях, руководство использует свое знание балансовых отчетов, чтобы убедить общественность в том, что компания зарабатывает прибыль, когда на самом деле прибыли нет, и что компания не несет затрат, когда на самом деле они возникают. Гетти и Шойер, получавшие свой доход в результате приоб-

ПОДХОДЯЩИЙ МОМЕНТ

ретенция серьезно недооцененных активов, не были заинтересованы в приукрашивании финансовых показателей.

Характеры этих двух людей дают представление о некоторых не всегда приятных чертах, присущих тем, кто достигает успеха на бирже. Но такой урок был мне уже ни к чему — я мог наблюдать за людьми с тяжелым и мнительным характером, просто взглянув вокруг себя в компании *Oppenheimer*.



Плеяда талантливых финансистов

Подобно многим другим обитателям Уолл-Стрит, мои коллеги по компании *Oppenheimer and Company* были патристы и честолюбивы. Макс Оппенгеймер руководил компанией до своей смерти в 1962 году. К тому времени ему удалось собрать людей, способных обеспечить компании гораздо больший рост, чем тот, о котором он когда-то мечтал. К счастью, у лидера этой когорты основных игроков — Джека Цэша — были все данные, необходимые для того, чтобы руководить такой разношерстной публикой.

Джек пришел в компанию вскоре после меня и начал работать ассистентом Макса. Он окончил Сити-колледж и ему было двадцать четыре года. Джек родился в Берлине, но бежал со своей семьей в Швейцарию, а затем в Нью-Йорк, спасаясь от Гитлера и его головорезов. Большим достоинством

Джека было то, что он обладал всеми необходимыми качествами, отсутствующими у меня. Он был умелым руководителем и до мельчайших подробностей знал, как управлять растущей компанией. К тому же он был прекрасным биржевым трейдером и ловким посредником. Уже в 1957 году Джек стал руководителем-компаньоном в *Oppenheimer*, и мы проработали вместе как компаньоны почти пятьдесят лет. Он был Цербером пашей компании, следившим, чтобы никто не переходил допустимого предела — даже в обстановке усиливающегося давления и общего ослабления норм морали. Все время, пока мы вместе занимались бизнесом, Джек следил за тем, чтобы наши матери никогда не смогли прочитать о нас в *New York Times* ничего неприятного.

Джек также обладал врожденной способностью предсказать, в какую сторону будет двигаться рынок в ближайшие дни и недели. Это служило хорошим дополнением к моему восприятию долгосрочной перспективы. Я был склонен не обращать внимания на причуды рынка, уделяя больше внимания поиску в тех направлениях, где скрывался нереализованный, никем не замеченный доход. Позже, в период феноменального роста компании *Oppenheimer*, который мог спровоцировать ее раздел, Джек, как и все остальные, помогал сохранить фирму как единое целое.

Я должен был формировать штат департамента исследований рынка и еще в самом начале решил, что не буду нанимать никого из тех, кто помнит Великую депрессию. Этот шаг был эффективен и с точки зрения экономии расходов, поскольку все, кто помнил Великую депрессию, были старше и им надо было платить больше. И все же мое решение в определенной мере диктовалось моими представлениями о роли психологии на финансовом рынке. Я полагал, что память о крахе рынка

заставит людей действовать осторожно, даже в тех случаях, когда нужно действовать смело и решительно.

Мне нужны были люди, знающие рынок и смело идущие на риск. Мой первый вопрос на собеседовании состоял в том, есть ли у кандидата акции. Если ответ был отрицательным, то интервью на этом и заканчивалось. Если у соискателя были акции, я расспрашивал его о последней сделке: почему он купил или продал соответствующие бумаги. Время от времени потенциальные финансовые аналитики удивляли меня чрезвычайно оригинальными идеями. Постепенно нам удалось подобрать в департамент исследований рынка высокопрофессиональную команду.

В начале нашей деятельности мы несколько раз нанимали сотрудников по рекомендациям родственников и друзей. Одним из прибывших по рекомендациям родственников был Арчер Шерл. Он начал работу в компании *Oppenheimer* в 1952 году во время летних каникул, еще будучи студентом Университета Огайо. На протяжении последующих тридцати лет он временами работал в компании аналитиком, мепеджером фонда, инвестиционным банкиром. Шерл был сыном юриста, работавшего в театре. У него были длинные волосы, он ходил в рубанках с расстегнутым воротником — еще задолго до того, как они вошли в моду; его присутствие делало обстановку в офисе более демократичной.

Наша компания стала разрушителем некоторых стереотипов. *Oppenheimer* — одна из первых инвестиционных компаний, нанявших женщину на должность аналитика по ценным бумагам. Это произошло в 1956 году, когда мы приняли на работу Фрэнсис Хайдт. Я услышал о ней от Фреда Стайна, очень талантливого брокера и аналитика по ценным бумагам (его жена, Шэрон Стайн, также «разрушила стереотип», став президентом Шредер-Банка). Фрэнсис была амбициозной мо-

лодой женщиной, созданной, впрочем, не для того, чтобы стать аналитиком. Еще до того, как сексуальные домогательства стали настолько большой темой, я пригласил ее на обед. Она ответила: "Леон, я не могу на это согласиться. Мой отец был профсоюзным лидером!"

В последующие годы мы наняли несколько аналитиков, которые вершили великие дела. Одним из наиболее запомнившихся был молодой человек по имени Родни Уайт. После окончания в 1951 году Сиракузского университета Родни учился в Йельской школе правоведения, но бросил ее и поступил на службу во флот. Получив самый высокий балл на вступительном экзамене в Школу морского права, он изменил свое намерение и стал пырлящиком и специалистом по подводным подрывным работам. Прослужив пять лет на флоте, он поступил в Уортоновскую школу бизнеса при Университете Пенсильвании, а деньги на свое обучение зарабатывал, играя по вечерам джаз на пианино. Род был потрясающим спортсменом и, по словам множества его поклонниц, очень хорошим танцором.

Именно такого человека, соединившего в себе джазового пианиста, танцора и специалиста по подводным подрывным работам, я и искал на должность аналитика. Поэтому вскоре после моего знакомства с ним я принял Родни на работу. До этого он звонил мне из компании *Halle & Steiglitz*, где тогда работал, интересуясь информацией об акциях фирмы *Woolworth*, курс которых мы оба отслеживали. Я перехватил инициативу, и сам начал задавать ему вопросы. Оказалось, что он не очень доволен своей работой, и мне было нетрудно переманить его. Родни — один из наиболее талантливых финансовых умов, с которыми мне довелось встречаться. Он стал определяющей фигурой в обеспечении роста фирмы и продвижении ее на пути институциональных продаж, вплоть до своей гибели в результате несчастного случая в 1969 году.

В конце 1950-х годов я познакомился с еще одним молодым человеком по имени Сэнфорд Бернштейн, работавшим помощником председателя сети продуктовых магазинов *Food Fair*. О Бернштейне мне рассказал один из моих знакомых — руководитель пенсионного фонда фирмы *Bulova Watch Company*, характеризую его как чрезвычайно способного парня. Но парень отличался также несдержанностью и грубостью (по крайней мере, до его переезда в Израиль, где он стал настолько благочестивым, что его даже похоронили на Оливковой горе).

Бернштейн приходил на работу на футболке, а секретаршу вызывал с помощью клаксона — громкого гудка, используемого лондонскими таксистами. Он с самого начала стал действовать на нервы Родни. (В итоге Бернштейн покинул компанию *Oppenheimer* и основал свою собственную фирму, *Sanford C. Bernstein and Co.*, переманив туда несколько наших сотрудников. И хотя у него был сложный характер, обещания денег и должностей, по-видимому, перевесили личное к нему отношение. Одним из талантливых “персебежчиков” был Роджер Хертог — мой бывший студент еще с того времени, когда я преподавал анализ ценных бумаг в Сити-колледже. Позже Роджер стал президентом компании *Sanford C. Bernstein and Co.*)

Не довольствуясь наличием в своем отделе двух сотрудников с непомерно раздутым самомнением, постоянно готовых щипаться друг в друга, я нанял в придачу к ним Юджипа Фентона, работавшего тогда в компании *Neuberger Berman* и только что получившего степень магистра бизнеса в Университете Нью-Йорка. Фентон сразу же вывел из себя и Сэнди, и Родни (да и, сказать по правде, всех остальных). Джип (сокращенно от Юджип. — Прим. перев.) был маниакально озабочен на деньгах, и в силу своей жадности постоянно себя по всем ограничивал.

И все же Джин Фейттон считался блестящим мастером своего дела. Он оказал на мое представление о природе рынка такое же влияние, как и мой отец. Он рассматривал все происходящее на рынке с позиции футбольного матча, в котором 22 игрока на поле и 80 тысяч зрителей на трибунах. Хотя действуют лишь игроки на поле, в их действиях заинтересованы все. Более того, действия на поле влияют на построение трибун, а настроение трибун передается игрокам на поле.

Фейттон изложил свои идеи в магистерской диссертации — должно быть, одной из немногих в истории магистерских диссертаций, которые могут пригодиться инвесторам. Он уловил циклический характер рынка и выделил пять стадий, из которых состоит цикл: накопление, оценка, реализация возможностей, распределение и ликвидация. Он проанализировал взаимодействие десяти факторов, таких как ведущие экономические показатели, политика федерального правительства в отношении процентных ставок, увеличение либо уменьшение объемов предоставляемых кредитов, институциональные и индивидуальные инвесторы и роли, выполняемые ими на каждой из стадий.

Фейттона интересовала психология рынка. Такой подход был очень необычен для того времени. Он, в частности, уделял внимание “упрямо антиинтуитивной” роли настроений рыночных аналитиков. Проще говоря, в поворотные моменты развития рынка рыночные предсказатели в основном ошибаются в своих оценках. И правда, времена всеобщего пессимизма обычно предоставляют чудесные возможности для осуществления приобретений, а времена цветущего оптимизма — верный знак того, что настала пора осуществлять продажи.

Простое объяснение, теперь хорошо известное и постоянно повторяемое в прессе, состоит в том, что во времена всеобщего оптимизма большинство потенциальных покупателей акций

уже присутствуют на рынке, в то время как во времена глубокого пессимизма инвесторы или не вкладывают средства в акции, или пытаются избавиться от них. Это не означает, что специалисты-профессионалы всегда не правы, но если они правы на определенном промежутке времени и убедили своих последователей, *что* тем делать — покупать или продавать, — именно по этой причине они окажутся не правы по окончании данного периода.

Подход Фентона меня заинтриговал. Размышляя над этим парадоксом, я обнаружил психологический механизм, ведущий к повороту событий на рынке. Например, падающие курсы акций могут привести, в конечном итоге, к панике и сбросу акций на рынке. Но как только возникает паника и происходят массовые продажи акций, причина для опасений устраняется, и инвесторы, продавшие свои бумаги, становятся потенциальными покупателями. Сам факт продажи ликвидирует тревогу, восстанавливает хладнокровие и предоставляет денежные средства для покупки.

Кажется, все так просто, но любой инвестор знает, что настроения имеют большую силу, и совсем нелегко покупать в период глубокого пессимизма, даже если разум подсказывает, что это — самый лучший момент для покупки за последний десяток лет. С одной стороны, все ваши друзья поступают наоборот, с другой — пессимизм основывается на весомых аргументах. Хотя вы можете считать, что достигнуто "дно", т.е. самый низкий уровень на рынке, вы никогда не можете знать это наверняка. Игра на рынке — не точная наука, и рынок нельзя описать причинно-следственными связями. Среди бушующей паники вы можете сказать себе: весьма маловероятно, что падение курсов на рынке продолжится, но вы никогда не сможете утверждать, что такое падение невероятно. Каким бы кро-

хотным не было сомнение, его достаточно, чтобы породить опасения и парализовать инвестора.

В начале 1960-х годов в нашу компанию в качестве компаньона пришел Чарльз Бруни — аналитик-специалист по автомобильной промышленности. Липы немногим ниже двух метров, Бруни выглядел весьма внушительно, к тому же он был верным поклонником философии Эйн Ранд¹. Бруни обладал первоклассным аналитическим умом и фотографической памятью на факты и числа. Он вывел взаимосвязь между спросом на новые автомобили и ценами на металлолом, что позволяло ему нередко лучше, чем руководителям автомобильных компаний, видеть перспективу развития этой отрасли. Позже Бруни стал прекрасным аналитиком рынка авиакомпаний.

Перечисление светлых умов компании *Oppenheimer* было бы неполным без упоминания имени капитана Горацио Оппенгеймера, чей портрет до сих пор висит в моем офисе. Еще в самом начале я решил, что компании *Oppenheimer* нужен строгий и респектабельный компаньон-основатель, но мы не хотели тратить на него слишком много денег. Однажды я наткнулся на идеально подходящего кандидата в виде портрета какого-то морского капитана из девятнадцатого века. На портрете капитан изображен сидя, в руках — с видом человека, знающего, что надо делать, — он держит октант. Лишь тень тревоги, просматривающаяся на портрете, возможно, несколько противоречит общему настроению уверенности. Но такая деталь показалась мне весьма уместной — ведь свидетелем каких только событий ему суждено было стать, наблюдая за ними с подставки на стене моего офиса!

¹ Эйн Ранд — американская писательница и философ, создавшая философию объективизма, основанную на разумном индивидуализме. — Прим. ред.

Я купил портрет и попросил изготовить маленькую медную табличку внизу картины с надписью “Капитан Горацио Спенгеймер: 1775–1842”. А однажды я использовал присутствие этого выдающегося образа, чтобы отклонить предложение об участии в одной сделке. Взглянув на нашего “мудрого окпователя”, я сказал: “Нет, я думаю, капитан не хотел бы, чтобы мы принимали участие в этой сделке”.

Вероятно, наиболее искусным финансистом во всей “галактике *Оррентемер*” можно назвать Дэниэла Дж. Бернстайна. Он не был сотрудником нашей компании, а лишь ее клиентом, но держал у нас свой офис. Наша компания извлекала много полезного из его готовности к обсуждению своих идей. Он помогал нам понять ход мыслей инвестора высшего класса, давая нам ежедневные уроки того, как мыслит хороший аналитик. Мой брат Джей (который тогда как раз занимался разработкой экономических инструментов, впервые предложенных моим отцом для прогнозирования направления развития экономики) каждую неделю ходил на ланч вместе со мной, Бернстайном, Джином Фентоном, Фредом Стайном и несколькими другими людьми. Джей говорил, что если ему удастся дать обоснованный ответ на вопросы Бернстайна и Фентона по какому-либо вопросу, то он может отстаивать свою точку зрения против кого угодно.

Я познакомился с Дэни Бернстайном благодаря Уолли Шойеру, сыну легендарного Сая Шойера. Отец Дэни зарабатывал сотни тысяч долларов в год, будучи во времена Великой депрессии исполнительным директором компании *Loew's*. Уолли Шойер вспоминал, что когда отца Дэни спрашивали, почему при таком количестве безработных он не соглашается на сокращение своей зарплаты до 250 тыс. долл. в год, старший Бернстайн отвечал: “Потому что тогда меня будут называть “всего лишь 250-тысячником”.

Дэнни проводил время, выгодно инвестируя свое наследство и отдавая немалую часть своих доходов на нужды разных организаций левого толка. Сведения о его благотворительности однажды просочились в прессу — его обвинили в отправке денег в Южную Африку группам, поддерживающим вооруженное сопротивление режиму апартеида. И хотя Дэнни не жалел денег на различные мероприятия, в повседневной жизни он был чрезвычайно скуп. Печальной известностью пользовалась среди друзей его привычка просить у официанта пачку сигарет, а затем покупать только одну. Уолли Шойер вспоминал, что после того, как он оплатил десятка два ланчей подряд, Дэнни сказал: “Уолли, ты всегда платишь за ланч; в этот раз давай заплатим поровну”.

Но апофеоз скупости Дэнни наступил после одного из таких ланчей, когда он и Уолли планировали вместе поехать в Скарсдейл. Чтобы не платить за парковку, Дэнни оставил автомобиль на улице и был в ярости, обнаружив на его стекле квитанцию на оплату парковки. Но это было лишь началом. Когда они выехали на шоссе, Уолли взглянул на указатель уровня бензина и тревожно заметил, что бак почти пуст. Но Дэнни отказался останавливаться, потому что не любил оплачивать дополнительные городские сборы на топливо. Естественно, машина, чихая, остановилась прямо посреди федерального шоссе. Уолли сел за руль, и ему удалось дотянуть машину до заправочной станции. Шокированный ценами на заправке, Дэнни купил ровно столько топлива, сколько было нужно, чтобы доехать до его любимой автозаправки в Вестчестере.

Тем не менее у Дэнни было чувствительное сердце, и он мог вести себя совершенно неразумно. Когда случилось нашествие саранчи на его лужайки в Скарсдейле, он оказался перед моральной дилеммой. Вместо того, чтобы уничтожить насеко-

мых пестицидами, он дал распоряжение своему счетоводу собрать их пылесосом, отвезти подальше и отпустить.

Дэнни был умен — достаточно умен, чтобы продавать бумаги без покрытия при растущих курсах и тем не менее получать прибыль. Он одним из первых среди моих знакомых апалитиков понял, что некоторые цифры обладают некоей таинственной силой на бирже. Он утверждал, что как только курс акции поднимается выше 10 долл., шансы дальнейшего его роста лучше, чем если бы курс оставался на уровне ниже 10 долл. Это правило не имеет, конечно, ничего общего с числами, а полностью определяется психологией. Цены выше 10 долл. как бы убеждают инвесторов в стабильности акции и прочном положении компании. Для многих учреждений существуют правила, запрещающие им покупать акции по курсу ниже 10 долл., исходя из той предпосылки, что акции, продающиеся по цене ниже 10 долл., имеют ярко выраженный спекулятивный характер. Сегодня мы знаем, что курс акции не имеет ничего общего с характером осуществляемой компанией-эмитентом деятельности или с ее рискованностью, но как-то так получилось, что цифра 10 долл. была произвольно выбрана инвесторами в качестве показателя стабильности.

Одним из крупных "дел" Дэнни Бернштейна была его инвестиция в компанию *American Motors Company (AMC)*. Оценивая успех компании *Volkswagen* в 1950-е годы, Дэнни сделал вывод, что существует потенциальный спрос на небольшой по размерам американский автомобиль. С характерной для него прилежностью он начал анализировать показатели деятельности компании *American Motors Company* и следить за отчетами о текущих продажах автомобилей за десятидневные отчетные периоды. Дела компании шли хорошо, и Дэнни начал накапливать акции по курсу порядка 5 долл. за акцию. Он также добился встречи с Джорджем Ромни, тогдашним председате-

лем компании *American Motors*, ставшим впоследствии губернатором штата Мичиган. Проведенный Дэнни “разведывательный” опрос оказал на Ромни благоприятное впечатление. Возможно, последний предположил, что этому обитателю Нью-Йорка, пришедшему на встречу в дешевом костюме и неначищенных туфлях, очень нужна работа, и он предложил Дэнни встретиться с директором компании по маркетингу. Когда же Дэнни, акции которого были зарегистрированы на его брокера, спокойно проинформировал Ромни, что владеет большим количеством акций *American Motors*, чем оп, Ромни был просто ошарашен.

Акции компании *American Motors* достигли, в конечном итоге, отметки в более чем 100 долл. за акцию (еще одно значимое, по мнению Дэнни, число). Но затем успех компании предопределил ее же падение. При повышении курса акций компании ее топ-менеджеры пытаются любым способом изыскать возможности для экономии средств и роста продаж — чтобы увеличить сумму прибыли и “оправдать” высокий курс акции. Многие компании при этом совершают фатальную ошибку, урезая средства, выделяемые на обеспечение надлежащего качества и предоставление сервисных услуг. Со временем такая политика приводит к учащающимся жалобам потребителей. Дэнни, постоянно наблюдавший за состоянием своих вложений, продал акции компании *American Motors*, как только заметил признаки ухудшения качества продукции. Поскольку я изначально верил в правильность его анализа, я приобрел акции АМС одновременно с Дэнни, да и продал их с хорошей прибылью.

Дэниел Бернштейн умер от лейкемии в 1970 году в возрасте 51 года. Он оставил нам в наследство много добрых дел, свидетельствующих о его старательном отношении к своему бизнесу и об оригинальности его характера. Поездив по стране и

увидев, что, несмотря на наличие многочисленных стипендий для афроамериканцев, многие из них продолжают попрежнему — просто из-за своего незнания о существовании таких стипендий, — он основал Национальный фонд стипендий и Центр поддержки студентов негритянского происхождения. Ему удалось убедить многих президентов колледжей поддерживать его усилия в этом направлении. Он был ярким противником войны во Вьетнаме и профинансировал серию материалов в газете *New York Times*, где приводились имена профессоров и других видных американцев, призывающих к прекращению американского участия в этом конфликте.

Хотя Дэнни был бесспорным мастером игры на бирже, делание денег не было для него самоцелью. Я думаю, то же можно сказать о многих успешных финансистах. Кроме спонсорства, у них есть увлкательные интересы за пределами мира финансов. Джордж Сорос занимается поддержкой гражданского общества; Джим Вулфенсон, искусный мастер финансовых сделок, возглавляющий сейчас Всемирный банк реконструкции и развития, имеет пристрастие к музыке; Джон Корзин без лишнего шума отказался от руководства компанией *Goldman Sachs*, чтобы помочь продвижению либеральных ценностей в Сенате США.

Легко охарактеризовать такого рода "прихоти" богачей как хобби, которые они могут себе позволить, но я думаю это неверное представление. Очень часто такие интересы, не относящиеся к миру финансов, становятся той основой или особенностью их притяжения мира, которая оказывается существенным фактором достижения успеха в самом мире финансов. Среди наиболее успешных финансистов непропорционально велико количество "инакомыслящих". (И это вполне логично, поскольку инвесторы, слишком сильно связанные понятиями традиционного здравого смысла, достигнут не лучшего результата, чем основ-

ная масса, "толпа".) Такие достигшие успеха "инакомыслящие" зачастую имеют свое оригинальное представление о мире, в котором финансы и рынки занимают лишь небольшое место

Хотя биржевая игра нравится мне не меньше, чем упомянутым выше лицам, мои многочисленные "сторонние" интересы не только помогают мне понять отдаленную перспективу моей игры, но также, по моему мнению, делают из меня лучшего игрока — и вообще, и на финансовом рынке в частности. Я основал *Levy Economics Institute of Bard College*, чтобы исследовать влияние экономической политики на общество, и извлек много полезного для себя из результатов проводимой там научной работы. Даже мой интерес к искусству древнего мира открыл исторические аналогии, которые помогли мне по-новому взглянуть на современные события в их исторической перспективе.

Тем не менее мир финансов может с чрезвычайной легкостью поглотить человека целиком, и когда такое случается со мной, то о существовании жизни за пределами финансового мира мне напоминает моя благотворительная деятельность. В этом смысле благотворительность остается важной составной частью моей карьеры, а не прибежищем человека, сумевшего заработать деньги.

Я начал заниматься благотворительностью на заре 1950-х годов, в эпоху маккартизма. Я с возмущением читал новости об увольнении профессоров университетов всего лишь за выражение взглядов, не соответствующих параноидальным настроениям того времени. Я превратил свое возмущение в нечто конструктивное, организовав Фонд академических свобод, руководство которым осуществлялось Американской ассоциацией преподавателей университетов. На руководство ассоциации я вышел через Эда Хагтона — своего начальника и друга еще со времен службы в армии. Цель фонда состояла в финансовой поддержке тех преподавателей, которые станови-

лись жертвами преследований. Я обратился к двум людям, которым я доверял, с просьбой возглавить правление фонда. Одним из них был мой брат Джей, другим — Эд Хаттон. Оба все еще являются попочитателями фонда. Мое же участие в защите академических свобод в связи с изменением политической обстановки приняло довольно трагический оборот.

Американская ассоциация преподавателей университетов начала свою деятельность в качестве достойного защитника академических свобод. Но шли годы, и эта организация постепенно превратилась в союз по защите права пребывания в должности преподавателя. Фиксированный срок пребывания в должности преподавателя защищает преподавателей от прихотей университетского руководства; этот порядок был оправдан в начале XX века, когда сторонники просвещения пытались защитить преподавателей-эволюционистов от нападков креационистов. Люди, получившие должность преподавателя в университете, имели почти такие же прочные гарантии пожизненной занятости, как судьи Верховного Суда, даже невзирая на ухудшающийся уровень их преподавания.

Недавно судьба чуть не столкнула два детища моей благотворительной деятельности друг с другом, и мне пришлось со всей горечью вспомнить об изменившейся миссии Американской ассоциации преподавателей университетов. Одно влиятельное учебное заведение, которому я выделил средства, наняло преподавателя и зачислило его в штат на одну из кафедр естественных наук. К удивлению руководства, этот преподаватель быстро отошел от науки и занялся мистикой. В результате в данном учебном заведении финансируется бесспорно нужная должность на кафедре, причем средства выделяются внушительные, но должность эту занимает человек, наукой совершенно не интересующийся. "Горе-преподавателю" пре-

ЗА КУЛИСАМИ УОЛЛ-СТРИТ

доставили трехгодичный срок для поиска нового места работы, более соответствующего его интересам. Он согласился на такие условия, но, не найдя работы, стал утверждать, что данные условия для него не обязательны и даже пригрозил передать дело на рассмотрение в Американскую ассоциацию преподавателей университетов. К счастью, этого не случилось, иначе получилось бы, что я финансирую обе стороны спора!

Свежий взгляд на привычные вещи

Большинство инвесторов чувствуют себя очень неуютно, когда им приходится инвестировать свои средства непривычным для них способом. Экономическая теория предлагает идеализированный образ инвестора – рационального существа, хладнокровно оценивающего имеющиеся возможности. Но те типичные инвесторы, с которыми довелось встречаться мне, были крайне своеобразными личностями. Они были отягощены предрассудками, и, что, по-видимому, самое существенное, их преследовал страх перед неизведанным. Короче говоря, такие люди желают ничем не отличаться от других. Но зачастую именно необычность и создает возможности для инвестирования! Очевидно, инвестиции – не “командный вид спорта”.

Мне пришлось познакомиться с этим явлением в начале деятельности компании *Oppenheimer*, когда мы решили заняться взаимными фондами. Хотя тогдашние взаимные фонды были лишь крупинкой по сравнению с исполинами, которые сегодня ворочают триллионами долларов, такие управляемые инвестиции в конце 1950-х годов уже считались зрелым бизнесом. Это был очень уравновешенный сектор рынка, и в нем доминировали бостонские фирмы -- *Fidelity*, *Putnam*, *State Street* и *Mass Mutual*. Финансовые посредники и инвестиционные банки относились ко взаимным фондам с высокомерием, но я увидел в них прекрасные возможности, открывающиеся для компании *Oppenheimer*. Взаимный фонд почти устранял характерный для брокеров конфликт интересов между их желанием заработать комиссионные и их ответственностью за финансовое благополучие клиентов. Зарплата менеджера фонда зависела от результативности вложений в фонд, и при такой системе главный конфликт с клиентами был сведен к нулю. Брокер, переходя на работу в другую брокерскую компанию, часто переманивал своих клиентов с собой. Во взаимном фонде клиенты вкладывали средства в сам фонд, и компания, управляющая фондом, была значительно меньше подвержена риску "дезертирств".

При вложении новых средств в фонд росла и компания, управляющая фондом; компания также получала вознаграждение, составляющее определенный процент от активов фонда. Ну, а в дальнейшем взаимный фонд рос вместе с рынком. Он рос, когда мы спали, рос, когда мы были в отпуске, — все время, пока наш результат привлекал инвесторов.

Как дитя Великой депрессии я очень хорошо знал, что рынок может обвалиться. Даже в конце 1950-х я все еще испытывал тревогу по поводу того, что экономика может опять погрузиться в состояние депрессии. Несмотря на свою склонность

напимать молодых финансовых аналитиков, не отягощенных воспоминаниями о Великой депрессии, во мне самом она оставила неизгладимый след

Моя привычка перестраховываться проявилась в тех критериях, на выполнении которых — при условии осуществления нашего намерения записаться взаимными фондами — я настаивал. Чтобы защитить фонд на рынке с падающими курсами, нужно иметь право продавать акции “без покрытия” (я помнил, что акции могут быть не только недооцененными, но и переоцененными). Все остальные фирмы с Уолл Стрит также знали это, но, насколько мне известно, ни один взаимный фонд, продающий свои акции инвесторам, никогда не пытался получить разрешение на продажу “без покрытия”. Фонд также должен иметь возможность приобретать достаточно большие пакеты акций, позволяющие ему контролировать соответствующие компании, — в том случае, если акции становятся такими дешевыми, что продаются ниже стоимости чистых активов выпустивших их компаний. Такой подход был отчасти обусловлен моей любовью к нестандартным ситуациям, а также моим пониманием великих достижений Сая Шойера и других активных инвесторов.

Многие фирмы с Уолл-Стрит рассматривали деятельность фондов с точки зрения их результативности в прошлом. Наш подход не был основан на этой традиции, мы стремились определить диапазон возможностей, необходимых для выживания взаимного фонда и при оборонительной, и при наступательной тактике. Все наши нововведения были разумны и не противоречили существующим нормам, так как были направлены на защиту вложенных капиталов. Поэтому я был ошеломлен, когда после начала деятельности фонда *Oppenheimer Fund* пресса раскритиковала этот подход, назвав его спекулятивным. А в принципе, чему нам было удивляться? Наша

оплошность при создании *Oppenheimer Fund* состояла в недооценке того, насколько недоверие к незнакомому может затмить достоинства даже самых лучших идей

Я смотрел на знакомое по-иному и предполагал, что другие увидят мир таким, каким его вижу я. Вместо того чтобы присоединиться к общепринятому мнению о том, чем могут и чем не могут заниматься взаимные фонды, я рассмотрел преимущества их организации, а затем подумал, что было бы здорово, если бы взаимный фонд мог действовать подобно успешному инвестору! Ведь все наши нововведения известны любому финансисту, просто никто прежде не пытался применить их во взаимном фонде

Oppenheimer Funds, располагающий сейчас активами стоимостью приблизительно 120 млрд долл, берет свое начало со случайной встречи на вечеринке, состоявшейся в 1957 году на Пятой авеню в квартире у Эдгара Джона Дэйвиса, работавшего в отделе корпоративных финансов компании *Oppenheimer*. На вечеринке присутствовали некоторые ее сотрудники, в том числе моя секретарша Марни Коун. Марни знала, что меня занимает идея создания взаимного фонда, в котором вознаграждение управляющей компании будет основано на финансовых результатах, а не на величине активов фонда. Такой порядок определения премальных казался справедливым — в этом случае вознаграждение менеджера-профессионала фонда зависело от того дохода, который фонд обеспечивает инвесторам (Ведь собираясь в полет, вы также желаете, чтобы за штурвалом самолета был пилот-профессионал!) Во время вечеринки Марни указала мне на молодого человека: «Видите вот того мужчину? — спросила она с удовлетворением в голосе, как человек, знающий, что он сообщает очень интересную новость — Он только что основал фонд, в котором вознаграждение выплачивается по результатам его деятельности»

Я немедленно попросил познакомить меня с ним, и Марни представила меня Эдмунду Делани, в то время старшему компаньону юридической фирмы *Palmer, Serles, Delaney, Shaw & Poteroy*. Он был образованным человеком, но крайне вежливая манера общения несколько скрывала его мастерство настоящего и убедительного спорщика. Я сразу же почувствовал к нему расположение. Он подтвердил, что он действительно основал фонд, в котором менеджеры получают вознаграждение в зависимости от результатов деятельности фонда. "По этого не может быть!" — возразил я. "Но именно это мы и сделали!" — ответил он. Фонд назывался *Leon B. Allen Fund*.

У Делани было много других интересов в жизни, кроме профессиональных занятий правом. Как историк-любитель он опубликовал несколько книг, среди которых работы по истории нью-йоркских районов *Turtle Bay, Greenwich Village* и реки Коннектикут. Мы договорились сходить вместе на ланч, и я изложил другие нововведения, которые хотел бы внедрить в новом взаимном фонде компании *Oppenheimer*.

В итоге мне, Делани и многим другим пришлось в течение более чем двух лет убеждать Комиссию по ценным бумагам и биржам, чтобы фонд получил разрешение продавать бумаги "без покрытия"!

Мы часто ездили в Вашингтон и лоббировали свой вопрос у Юджина Ротберга, члена Комиссии по ценным бумагам и биржам, а также у Эмануэла Коэна, ее председателя. Когда мы убедили Коэна дать добро на введение фондом принципа надлежащего вознаграждения по результатам его деятельности, я предложил, чтобы мы сделали совместное заявление. Коэн бросился на диван в своем офисе и с притворным негодованием заявил: "То есть, Леон, вы хотите, чтобы Комиссия прорекламбировала *Oppenheimer Fund*?"

Мы начали работу фонда в 1959 году. Хотя мы не называли его взаимным фондом хеджирования, это был первый такой фонд, открытый для осуществления инвестиций небольшими инвесторами и одобренный решением Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Но все чувство удовлетворения по поводу нашего достижения исчезло, когда, вскоре после начала работы фонда, в журнале *Fortune* появилась статья, называющая фонд спекулятивным — и именно по той причине, что он мог осуществлять продажи “без покрытия”. То, что я считал проявлением предусмотрительности, журнал расценил как признак радикализма. Тогда-то мы и поняли, что не сможем позиционировать фонд на рынке в качестве традиционного фонда. Более того, “ярлык” продаж “без покрытия” создал нам проблемы, когда мы принялись регистрировать фонд в различных штатах, в каждом из которых действовали собственные правила.

Я должен был понимать, что продажа “без покрытия”, к которой как к инструменту хеджирования меня, впрочем вполне обоснованно, подтолкнули мои воспоминания о Великой депрессии, в умах других людей ассоциировалась с их горькими воспоминаниями о том периоде. Несмотря на все приложенные нами усилия, чтобы получить “добро” на такие продажи (и проблемы в отношениях с общественностью в результате получения такого разрешения), все оказалось напрасно, потому что в итоге фонду так и не удалось осуществить скольконбудь значительные продажи по этой схеме.

Тем не менее мы смогли энергичнее внедрить некоторые из остальных моих нововведений, хотя в одном из случаев у нас возникла проблема с сохранением репутации фирмы. Впрочем, в данном случае проблема была скорее внутренняя, не обусловленная настроениями на рынке.

Дело касалось урановых рудников. Я рассматривал проект как отличную возможность получить прибыль при невысоком риске. Макс считал предприятие сомнительной кратковременной спекуляцией, которая опорочит доброе имя *Oppenheimer Fund*.

В конце 1950-х годов многие инвесторы песли убытки, вызванные крахом рынка, последовавшим за спекулятивной урановой лихорадкой. Значительная торговля бумагами, относящимися к урановой промышленности, велась на бирже Солт-Лейк-Сити, причем курс акций составлял меньше одного доллара. Когда я выразил желание приобрести привилегированные акции компании *Hidden Splendor Mines* по курсу около 85 центов за акцию, Макс запротестовал, утверждая, что будет выглядеть некрасиво, если только что созданный фонд *Oppenheimer Fund* станет владельцем акций, стоящих меньше доллара (вот вам еще один образец магии чисел). Я ответил, что никому не будет дела до начального курса акций, если в течение следующих пяти лет они помогут нам обойти своих конкурентов по доходности. Соображения, побуждавшие меня вкладывать средства в компанию *Hidden Splendor*, были скорее традиционного, чем спекулятивного характера.

Урановый “мыльный пузырь” служит хорошим напоминанием о том, как безрассудное увлечение новыми технологиями может отнять способность к рассуждению даже у наиболее трезвых инвесторов. Этот “мыльный пузырь” — мелочь по сравнению с громадиной интернетовского “мыльного пузыря” — возник на почве недолгого флирта Америки с “ядерным веком”. В 1953 и 1954 годах, предвидя огромную потребность в уране — топливе, необходимом для производства электроэнергии, работы двигателей и для того, чтобы взорвать нас всех ко всем чертям, одни американцы забросили свои карьеры и стали старателями, другие же играли на бирже Солт-Лейк-Сити, где в период “разгула” лихорадки отдельные акции на протя-

же они одного дня подскакивали в цене в пять раз. Как и все “мыльные пузыри”, этот “мыльный пузырь” лопнул — инвесторы разочаровались в пустопорожних обещаниях “золотых гор” и поняли всю иллюзорность ожидания прибыли. Но, как часто случается, выходя в спешке из игры, они забыли об особых обстоятельствах, которые как раз и делали урановую отрасль такой привлекательной.

Одним из таких обстоятельств было то, что Управление США по разведке минеральных ресурсов оборонного значения (U.S. Defense Mineral Exploration Administration, DMEA) считало уран стратегическим ресурсом и гарантировало оплату за чистый урановый концентрат из расчета 8 долл. за фунт. Таким образом, владельцу уранового рудника не приходилось беспокоиться о том, что избыточное предложение собьет цену, и такое положение временно устраняло основной элемент риска. Более того, в соответствии со своей программой правительство выразило готовность предоставлять кредит на 75% средств, необходимых для разведки урановых месторождений, а если рудник окажется пустым, Управление DMEA отказывалось от требования возврата предоставленного кредита, чем устраняло еще один элемент риска. Наконец, еще один фактор риска — господство лгунов и парлатанов, “мародерствующих” на рынке урановой отрасли, — я смог уменьшить, найдя, как казалось, единственного порядочного брокера во всем этом бизнесе. Им был Пейн Кибб, специалист по урановой промышленности из Солт-Лейк-Сити, с которым я познакомился, вкладывая средства в акции компании *Lisbon Uranium*. Он был брокером, осуществлявшим куплю-продажу акций компании.

Компания *Oppenheimer* создала частную урановую компанию *Hilary Minerals*, названную по имени старшей дочери Джо Кантера — нашего компаньона в этом предприятии. Мы заявили о приобретении имущественных требований к урано-

вым компаниям и искали возможность покупки акций действующих рудников, по которым велись торги. Это среди прочего вывело нас на компанию *Hidden Splendor*, акциями которой торговали на бирже; мы приобрели их для фонда *Oppenheimer*.

Компания *Hidden Splendor Mines* оказалась под контролем компании *Atlas Corporation* — инвестиционной фирмы, руководимой урановым магнатом Флоридом Одлумом. Одлум был отважным человеком. Он женился на летчице Жаклин Кочран, и ему несколько раз кряду удавалось крупно разбогатеть. Во время Великой депрессии он покупал по заниженным ценам инвестиционные трасты и продавал имущество создавших их компаний. Решив, что атомная энергия — энергия будущего, Одлум стал приобретать имущественные требования и рудники и сделал *Atlas Corporation* крупнейшим объединением уранодобывающих компаний в стране.

Количество акций компании *Hidden Splendor* постоянно уменьшалось, но она имела почти гарантированный доход благодаря правительственной программе закупки урана. Привилегированные акции компании подлежали ликвидации с помощью 20%-ного годового фонда погашения. Таким образом, через пять лет привилегированные акции были полностью выкуплены. Нам заплатили за них большую цену, чем та, по которой мы их приобрели, и эта инвестиция окулилась — и для фонда *Oppenheimer*, и для меня, но в общем урановый бизнес нас разочаровал.

Мне нравилось совершать переходы по просторам Запада с закаленными в походах геологами. Мне, представителю того мира, где три года — это целая вечность, было интересно познакомиться с мировоззрением ученых, которые могут вообразить и восстапвить медленную эволюцию событий, длившуюся сотни миллионов лет.

Пейс Кибб стал президентом компании *Lisbon Uranium*, а затем заменил Флойда Одлума на постах главы компании *Atlas Corporation* и президента компании *Hidden Splendor*.

Компания *Oppenheimer* приобрела также акции рудника по добыче серебра на границе штатов Юта и Невада. Я побывал в лабиринте тоннелей, одевал шахтерскую каску и спускался во тьму — создавалось впечатление, что находишься в неосвещенном тоннеле метро. После того как рудник дал изрядное количество руды, мы потеряли из виду жилу и так и не смогли ее вновь обнаружить. В конце концов, нам пришлось оставить рудник.

Нам больше повезло с нефтью — главным образом, благодаря нашим связям с Ричардом Лоу. Он был талантливым предпринимателем, паугад разведывающим нефть и, среди прочего, обнаружил богатый нефтью разлом, идущий от западных штатов на север в Канаду. Лоу предполагал, что если из колодца в некоторых местах выкачать достаточно воды, то в итоге наткнешься на нефть. Почти всегда получалось наоборот, но, ей-богу, в его словах была доля правды. Вместе со своими компаньонами Лоу основал компанию *American Quasar*, которая была, по сути, взаимным фондом, занимающимся нефтяным бизнесом. Мы продали наши пакеты акций нефтяных компаний *Quasar* в обмен на ее акции, и мне предоставили место в правлении. Очевидно, я задавал слишком много вопросов, и через некоторое время меня попросили уйти из правления. Тогда это стало щедрым подарком с их стороны, потому что я получил возможность продать чрезвычайно переоцененные акции. Дик Лоу был "инсайдером", поэтому свои акции продать не мог, и, к сожалению, потерпел финансовый крах, хотя впоследствии ему удалось вернуть потерянное.

Первые годы деятельности фонда *Oppenheimer* дали мне возможность пройти "ускоренные курсы" изучения такого явления, как воздействие психологии инвесторов и финансовых

менеджеров па рынок. Страх неизвестности не давал людям увидеть существующие возможности, а неприятные воспоминания о прошлых событиях приводили к тому, что по сути традиционные стратегии воспринимались ими как спекулятивные и некоторым образом сомнительные. Однажды мы шели модель продаж, которую считали достаточно смелой, обещая инвестировать в любом месте свободного мира, где имеющиеся возможности превышали риски, а в итоге обнаружили, что это обещание не привлекло, а скорее, отпугнуло потенциальных клиентов.

Этот опыт дал нам возможность почувствовать огромное значение психологического восприятия. Мы начали исследовать отношение потенциальных клиентов к инвестициям. Для оказания нам помощи в позиционировании и продажах акций нашего фонда мы приняли на работу Доналда Спиро из *Dreyfus Fund*, признав косвенным образом заслуги Джека Дрейфуса. Дрейфус в большей мере, чем кто-либо другой, понимал значение психологии в продаже взаимных фондов и был наиболее дальновидным стратегом в этой области. Он одним из первых разместил рекламу на телевидении, став вторым по счету клиентом новаторского рекламного агентства *Doule Dane & Bernbach*. Да и символ компании Дрейфуса — лев, выбегающий из подземного тоннеля, — напел отклик у публики.

Спиро был лавят Дрейфусом по той очевидной причине, что у Спиро не было опыта работы на рынке ценных бумаг. По логике Джека Дрейфуса, чтобы продавать взаимные фонды, нужно рассматривать их с точки зрения стороннего человека, что вполне соответствовало и моим представлениям того времени, когда я впервые задумался о создании взаимного фонда. Но этот подход не столь прост, каким он кажется. Пытаясь действовать таким образом, мы наняли небольшое

рекламное агентство под названием *Gordon and Weiss* и дали этой фирме задание разработать символ, обозначающий *Oppenheimer Fund*. В первом варианте, разработанном агентством, фигурировал метатель диска — согласно предложенной мною идее. Под давлением уничтожающего огня критики со стороны своих компаньонов и ввиду удручающих результатов маркетинговых исследований (утверждающих, что забрасывание предмета в пространство отрицательно влияет на инвесторов), я отказался от своего предложения, и мы опять посадили сотрудников рекламного агентства за работу.

К счастью, в состав Правления фонда *Oppenheimer* входил математик по имени Бенджамин Липстайн, специалист по исследованию рыночных предпочтений. В то время он руководил исследованиями рынка в рекламной компании *SSC&B*. Липстайн предложил: вместо того чтобы разрабатывать знаки и затем испытывать их на аудитории, давайте постараемся определить, что клиенты ждут от взаимного фонда, а затем придумаем символ.

Взяв на вооружение новый план, мы провели новое исследование и обнаружили, что желаемыми качествами фонда выступали сила, единство, организованность, целеустремленность и известность. Очевидно, наши позиции по последнему показателю были жалкими. Получив эту новую информацию, компания *Gordon and Weiss* опять принялась за работу, и через несколько недель нас пригласили ознакомиться с вариантами, предложенными агентством.

Мы вошли в комнату для конференций, где на стенах были расклеены около 200 различных символов. Мы подходили по очереди к каждому, снимая те, которые нам не нравились, пока их не осталось три: ключ, маяк и изображение четырех рук, образующих захват "замок". Нам понравился этот последний символ, потому что он подразумевал и индивидуальную силу,

и сотрудничество, и, возможно, самое важное — безопасность. В то время каждый ребенок знал, что с помощью рук, скрепленных в “замок”, образуется сидение для переноса раненых или людей, пострадавших при пожаре. Правда, когда мы навели справки о том, зарегистрировано ли авторское право на этот символ, то выяснили, что впервые он был использован в Соединенных Штатах Америки Бенджаминем Франклином как знак, устанавливаемый на улице для оповещения частных пожарных компаний о том, что домашнее хозяйство застраховано его компанией. Но знак так и не был зарегистрирован, и мы могли его свободно использовать.

Итак, поскольку на тот момент правила Комиссии по ценным бумагам и биржам не позволяли нам использовать в рекламе свои прошлые достижения, мы начали рекламную кампанию фонда *Oppenheimer* исходя из его обещаний, а именно — финансовой обеспеченности после выхода на пенсию и оплаты обучения детей в колледже. Но результативность все-таки стала одним из основных атрибутов нашей тактики по продаже фонда: пускай прежние достижения и остались в прошлом, но в первые годы деятельности фонда он показал впечатляющий результат! Это дало нам возможность уверенно использовать простейший рекламный лозунг: “Мы заставим ваши деньги расти”.

Хотя фонду *Oppenheimer* ни в одном отдельно взятом году не удавалось занимать первую строчку, за первые 10 лет деятельности, согласно *New York Times*, он показал наилучшие результаты среди всех взаимных фондов в стране. Наш успех привлекал новых инвесторов, и фонд рос. Для того чтобы иметь убедительные аргументы для своих клиентов, нам нужен был результат десятилетней деятельности. Впрочем, это ставило нас в несколько противоречивое положение: мы убеждали наших клиентов не рассматривать результаты отдельных

лет, а принимать во внимание долгосрочные показатели. Наши же менеджеры мы подстегивали, говоря им, что показатели десятилетнего успешного роста — не более чем последовательность отдельных краткосрочных показателей.

Период быстрого роста фонда не прошел без спадов. В 1962 году курсы акций резко упали, когда президент Кеннеди попытался ограничить рост цен на сталь. Считая, что курсы акций в целом упадут, все менеджеры нашего фонда, тем не менее, предполагали, что их любимые акции устоят перед этой тенденцией. Но они ошиблись. В апреле 1962 года стоимость фонда упала приблизительно с 17 млн. до 13 млн. долл. Летом мы решили, что спад на рынке, видимо, завершился, и стали вести себя несколько агрессивнее. Тенденция изменилась на противоположную, и, улучшая свои показатели, наш фонд выиграл больше, чем остальные участники рынка, возможно, благодаря вложениям в более изменчивые акции.

Карибский кризис стал еще одним периодом крупного спада на рынке. Макс был очень обеспокоен происходящим и предложил перевезти документацию компании на хребты в горы Адирондак¹, чтобы обезопасить информацию о счетах клиентов в случае военного конфликта. Услышав такое смехотворно оптимистическое представление о последствиях ядерной атаки, я подумал: а не следует ли нам вместо документации отвезти в места безопасного хранения наших компаньонов.

Макс посоветовал нам перевести наши инвестиционные проекты на "военное положение". Мы не сбрасывали акции и пытались сохранять спокойствие.

Когда же Макс не занимался практическими деталями ядерного апокалипсиса, то первую следил за происходящим в фонде. Он имел обыкновение подойти, например, к Дону Спиро,

¹ Адирондак — горы на границе с канадской провинцией Онтарио. — Прим. ред.

положить ему руку на плечо (со своим ростом в шесть футов четыре дюйма Макс возвышался над большинством из нас) и спросить со своим сильным немецким акцентом: “Вот вы рассказываете хорошие истории, а где ваши заказы?”

Кроме результативности фонда, ключевым элементом его успеха была способность эффективно осуществлять продажи. И здесь свою роль сыграла психология. В середине 1960-х годов я прочитал статью в журнале *Harvard Business Review* об одном психологе из Принстона по имени Герберт Гринберг, который утверждал, что может прогнозировать способности менеджера по продажам с помощью психологического теста, исследующего такие черты характера, как эго, способность к сопереживанию и способность найти общий язык с другими людьми. Я пригласил его в наш офис. (Хотя я и наблюдателен, но я не заметил, что он слепой, пока мне об этом не сказал наш сотрудник уже после его ухода.) Все компаньоны прошли тест под псевдонимами. Мой псевдоним был *Art Loft* (“чердачок художника”), а показанные мною результаты свидетельствовали о том, что у меня высочайший потенциал в сфере продаж, но ограниченные способности менеджера. Среди наиболее колких наблюдений отчет содержал и такое: “Он весьма недержал, недостаточно внимательно относится к деталям”.

Так как тест хорошо раскрыл все особенности наших характеров, мы приняли его, чтобы в будущем оценивать кандидатов на работу в нашей компании по вероятности их успешной деятельности. *Oppenheimer and Company* до сих пор использует тест доктора Гринберга, а Дон Спиро очень ему благодарен за помощь в повышении нашего потенциала в продажах.

В то время как компания *Oppenheimer* росла и процветала, фирма, в которой я работал до этого, — *Hirsch and Company* — развивалась в противоположном направлении. В самом начале деятельности нашей компании мы сосредоточились на дости-

жении результата и не обращали должного внимания на то, как нас воспринимают клиенты; компания *Hirsch* регулярно жертвовала результатом для достижения лучшего эффекта у публики. Ее последний шаг в этом направлении, когда в 1970 году она согласилась на слияние со стабильной и солидной фирмой *Francis I. Dupont & Co.*, оказался фатальным. Компания *Hirsch* выбрала наименее подходящий момент для союза с фирмой, зависящей от фиксированных комиссионных и старых связей в мире финансов. С ростом экономики становилось очевидно, что конкуренция будет расти и крупные клиенты потребуют отмены практики взимания фиксированных комиссионных. Такие условия в итоге породили институт дисконтных брокеров, обслуживающих индивидуальных заказчиков.

Объемы торгов значительно увеличивались, ускорив коренные изменения в способе продажи акций и в характере продавцов. Фирмы, основанные представителями “белого протестантского большинства англо-саксонского происхождения”, начали принимать на работу католиков и евреев, а еврейские фирмы — привлекать к себе “протестантов”. Вначале компания *Oppenheimer* была чисто еврейской, но времена менялись, и мы менялись вместе с ними, ведь нашим единственным стремлением было достижение успеха. В 1970 году в компании было несколько компаньонов нееврейского происхождения. Среди них — Чарльз Бруни, наш аналитик по автомобильной промышленности; Джимми Кинг, чья семья происходила из Китая; Дон Спиро, главный менеджер по маркетингу фонда *Oppenheimer Funds*; Пауэлл Кабо, чьи предки заработали себе состояние в компании *Hudson Bay Company*, торгующей бобровыми шкурками с индейскими племенами на дальнем севере.

Однажды за обедом в доме Пауэлла Кабо в Лондоне возникла тема древности рода (Кабо имел у себя дома портрет одного из своих предков — основателей британской фирмы

Kleinwort Benson). Пауэлл, который испытывал большую неловкость по поводу известности своей фамилии, заметил как бы в укор себе, что кто-то восстановил его родословную на несколько сотен лет назад. Зная, что Америка в этом отношении не выдерживает никакого сравнения с Европой, я заметил Джимми Книгу, сидящему рядом со мной: "А ты не мог бы восстановить свою родословную на 2000 лет назад?" Не моргнув глазом, Джимми ответил: "Да, по первые 200 лет официальная история, наверное, не признает". Он шутил, но эти слова содержали и долю правды, поскольку его древняя китайская династия была низвергнута захватчиками, вторгшимися с юга приблизительно в 300 году н.э., и более зажиточные китайцы принялись переносить свои родословные, чтобы избежать неприятностей с новой властью. Конечно, истоки рода Ливи, как и всех других родов, теряются во мраке времен. Мне нравится одна реплика из оперетты "Микадо" Гилберта и Салливана, в которой Пуба с пафосом произносит, что он может восстановить свою родословную до первой частицы во Вселенной.

Закрытый, сонный мирок фиксированных комиссионных уступил дорогу комиссионным, устанавливаемым по договоренности. Пакетные сделки изменили расстановку сил — ослабили простых торговцев акциями и усилили те учреждения, которые обещали установить лучшие цены в результате проведения огромных сделок. Пакетные сделки выглядели привлекательно, поскольку давали компании власть на рынке, но это была "налка о двух концах" — комиссионные, устанавливаемые по договоренности, были ниже фиксированных. Тем не менее фирмы, намеревающиеся расширять свои операции с институциональными инвесторами, вместе с услугами по анализу рынка были вынуждены предлагать пакетные сделки — как результат возросших требований институциональных

инвесторов к ликвидности. В этот критический для компании переходный период тем лидером, который обеспечил дальнейший ее рост, стал Джек Нэш. Он пригласил руководить этими операциями по пакетным сделкам друга своей семьи Вилли Вайнштейна, которого он знал и которому доверял. Если бы не отдел по пакетным сделкам, компания *Oppenheimer* осталась бы своеобразной конторой по анализу рынка и была бы поглощена более крупной компанией, повторив судьбу большинства таких контор.

Сделки росли по объемам, и компаниям требовалось все больше капитала; такой быстрорастущий спрос на большие суммы новых денег подталкивал финансовые компании к коренным изменениям. В 1970 году у меня состоялся разговор с Джоном Л. Лоубом о трудностях, возникающих у растущих фирм. Лоуб был легендой Уолл-Стрит и основателем компании *Loeb Rhoades and Company*, созданной на деньги, принадлежащие членам его семьи.

Мы вместе завтракали в банке *Bankers Trust* и разговаривали о компании *Donaldson, Lufkin, and Jenrette*, которая нарушила традиции и первой из уолл-стритовских фирм провела публичную продажу своих акций. Лоуб был потрясен; он считал, что такие фирмы не должны иметь право привлекать сторонний капитал. Я спросил его, что он делал в тех случаях, когда его компании нуждались в дополнительных средствах. Он ответил: "Ну, мы просто звонили кому-нибудь из своих тетюшек". В то время фирмы могли брать субординированные займы только у родственников. Поскольку у Лоуба имелись родственные связи с некоторыми богатейшими семьями банкиров в Нью-Йорке, ему в этом отношении было легче.

"А что бы ты сделал, — продолжал я, — если бы не был тетюшкой?" Он так и не ответил на этот вопрос, потому что уж

знал единственный очевидный ответ: осуществлял бы публичную продажу своих акций.

Некоторые люди поставили под сомнение правильность порядка, при котором компания, единственные активы которой развезают в лифтах, публично торгует своими акциями (критиковали также и рекламные агентства, которые начали продавать свои акции на открытом рынке приблизительно в то же время). Но именно эти изменения, происходящие на Уолл-Стрит, и позволили финансистам идти в ногу с быстрорастущими объемами институциональных торгов. Без конкуренции и привлечения новых источников капитала не известно, стал ли бы в начале 1970-х годов Нью-Йорк вслед за Лондоном финансовой столицей мира.

Компания *Oppenheimer* не пошла на публичную продажу своих акций. Мы остались партнерством, потому что у нас были счета инвесторов, которые в лучшие годы обеспечивали нам большие прибыли, а структура партнерства имела налоговые преимущества по сравнению с акционерной компанией. К тому же мы отдавали предпочтение гибкой организации компании-партнерства. Мы могли изменять структуру в любой момент по своему желанию, без необходимости прохождения длительных и сложных процедур, обязательных для компании, открыто торгующей своими акциями.

Мы предпочитали отвечать на вопросы как можно меньшего количества людей, и очень хорошо, что эти люди были опытными инвесторами, обладавшими к тому же достаточным воображением. Однако за нашу свободу приходилось расплачиваться периодически возникавшими кризисами ликвидности. Когда мы нуждались в капитале, то не могли продавать акции; вместо этого мы привлекали к инвестированию партнеров с ограниченной ответственностью или получали субординированные займы у трастов, инвестирующих в акционер-

ный капитал компаний, не зарегистрированных на фондовой бирже. К сожалению, жизнь складывается так, что денежные средства всегда доступны, когда в них нет необходимости, и этих же средств нет именно тогда, когда они вам нужны. Джек Пэш как-то заметил, что в хорошие времена каждый готов вложить средства и стать компаньоном, а в плохие — каждый хочет быть вице-президентом.

1960-е годы стали решающим переходным десятилетием, в течение которого инвестиционные банки и брокерские фирмы приспосабливались к росту рынка, конкуренции и другим факторам. На фоне тех изменений, которые охватили Уолл-Стрит, компания *Oppenheimer* сосредоточила внимание на результативности инвестиций и оказалась хорошо подготовленной к ведению прибыльной деятельности. Компания *Hirsch* сделала ставку на старые порядки и исчезла из поля зрения вместе со своим новым компаньоном — компанией *Francis I Dupont*.

Осторожно: авантюристы

ВЕСНОЙ И ЛЕТОМ 2002 года финансовый рынок США переживал нечто вроде “эпохи террора”, последовавшей за Великой французской революцией. Руководство компаний призывало к ответу “аристократов” рынка 1990-х и лишало их работы. Их “отдавали на растерзание” требующей жертв публике, потерявшей сотни тысяч рабочих мест и триллионы долларов в результате экономического спада, усугубленного бухгалтерскими скандалами, жульничествами финансовых аналитиков и другими финансовыми преступлениями. Многие из “людей” (популярный термин, столь любимый Джорджем Бушем) начинали вполне честно, но компании росли, а рынок требовал еще большего роста, и они обнаружили одну фундаментальную истину: поддержание постоянного роста в долгосрочной перспективе — очень и очень сложная задача.

Став перед выбором: огорчать своих акционеров или пойти на сделку с совестью, многие сделали один и тот же выбор и начали жульничать. Размах коррупции, обнаруженный в балансовых отчетах американских компаний и инвестиционных банков, впечатляет. Но аферисты, "подкорректировавшие" бухгалтерские отчеты, — совсем не "многолетние растения", расцветающие при благоприятном климате в условиях затупившегося финансового безумия. Аферисты — привычная составная часть финансового пейзажа, и в этом они похожи на сорняки, бурно разрастающиеся в летнюю пору.

На протяжении своей карьеры я встречал много аферистов. Задача состоит в том, чтобы достаточно быстро распознавать и их великолешие, и их фатальные пороки.

Рынок предоставляет самую лучшую возможность для получения вознаграждения тем, кто готов принять на себя наибольший риск. Можно упустить шанс заработать на инвестициях 0,3%, но если у вас есть возможность увеличить капитал в 100 раз путем получения заемных средств, то на вложенные вами средства вы заработаете 30%-ную прибыль. Конечно, в таких случаях необходимо быть уверенным в правильности своего выбора. Именно поэтому рынок привлекает настоящих профессионалов, имеющих склонность к риску. Ведь привлечение заемных средств наверняка не изменит судьбу данной инвестиции; но полученный заем усугубит последствия в том случае, если вложение средств окажется неудачным и вы останетесь с кучей долгов.

Рынок привлекает особенно агрессивную породу людей, а затем создает ситуации, в которых та самая агрессивность, которая привела их к успеху, зачастую обуславливает их уход "со сцены". Он вначале вознаграждает не в меру авантюрных людей, а затем наказывает их.

Мой коллега по компании *Oppenheimer* Джин Фейтон был именно такой авантюрной личностью. По его оригинальным идеям о природе рынка я видел, что Джин умен и обладает всеми качествами, необходимыми для становления его как очень успешного инвестора, но его слабые стороны, в конечном итоге, перевесили многие из его хороших качеств. Он был мизантропом, паходившемся в плену своих идей и полностью зацкисшим на деньгах и рынке. Чрезмерная авантюриность Джина представляла особый интерес, потому что он осознал ее. Как исследователь рынка и психолог он знал о фатальной силе взаимодействия рынка и человеческой патуры.

К сожалению, Джин не умел справляться со своим характером. С ним было чрезвычайно трудно работать. Его секретарши постоянно либо сами уходили, либо он их увольнял, да и с остальными ему работалось трудно. Джин и сам чувствовал себя неловко и в начале 1960-х годов начал планировать свой уход из компании. Он собирался переехать в Калифорнию и приобрести кредитно-сберегательный фонд. (Ему, к тому же, казалось, что калифорнийский образ жизни подойдет для него больше: летом можно заниматься гольфом, а зимой — лыжным спортом.) Джин хотел использовать фонд, чтобы заработать хорошие деньги, а затем отказаться от гражданства США (он терпеть не мог платить налоги) и переселиться на острова Карибского моря. Я обратил как-то его внимание, что на многих островах туземцы не очень-то любят “белых” — памятуя о непростой истории взаимоотношений рас. Он ответил, что прекрасно это понимает, поскольку и сам он не очень-то любит представителей белой расы.

Как и многие другие логические построения Джина, его сумасбродный план основывался на умело проведенном анализе. Тогдашние наиболее агрессивные инвесторы предпочитали не иметь дел с кредитно-сберегательными фондами. по-

тому что последним разрешалось давать ссуды исключительно под залог, и они всегда рисковали оказаться неплатежеспособными, так как приходилось выплачивать очень изменчивые краткосрочные ставки процента для привлечения депозитных вкладчиков. При внезапном повышении краткосрочных ставок кредитно-сберегательные фонды могли столкнуться с высокой стоимостью привлечения денежных средств; в то же время их доход ограничивался выплатами по долгосрочным ссудам под залог. Эта ситуация подтверждает справедливость одного важного инвестиционного принципа: никогда не используйте краткосрочные займы для финансирования долгосрочного кредитования и с опаской относитесь к акциям компаний, поступающих таким образом.

В 1957 году компания *Lehman Brothers* основала первый публичный кредитно-сберегательный фонд *Great Western Financial*. Это событие помогло Джину увидеть возможность использовать накапливаемые такими фондами прибыли. Раньше эти средства хранились в качестве резерва — для покрытия безнадежных долгов. Прибыль кредитно-сберегательных фондов направлялась в общий резервный фонд, не подлежащий налогообложению; однако дивиденды из этого резерва выплачивать было нельзя. Таким образом, можно было переместить некоторую часть нераспределенной прибыли в ее облагаемый налогом излишек и выплатить эту часть в форме дивидендов. Более того, создавалось впечатление, что кредитно-сберегательные фонды станут своего рода “вечным двигателем”: предлагая большую процентную ставку, кредитно-сберегательные фонды могли привлекать практически неограниченные денежные средства.

Оставалась классическая проблема, состоящая во взаимосвязи краткосрочного займствования и долгосрочного кредитования. При росте краткосрочных процентных ставок инве-

стиционный банк столкнется с проблемой резкого дефицита средств — из-за того, что стоимость привлечения денег повысится, а доход от долгосрочного кредитования останется неизменным. У Джина было решение данной проблемы — и блестящее решение! Единственный его недостаток был порожден “ахиллесовой пятой” Джина — его крайним авантюризмом.

Идея состояла в кредитовании под залог с изменяющейся ставкой процента (теперь общезвестен термин — кредитование под залог с переменной ставкой процента). Подобное кредитование давало возможность кредитору регулировать ставки по ссудам под залог при колебаниях краткосрочных депозитных ставок, и это защищало кредитно-сберегательные фонды от попадания в “тиски” процентных ставок. Идея была великолепна, но Джин использовал ее только наполовину: в нововведении Джина процентная ставка кредита под залог могла изменяться лишь в сторону увеличения. Несмотря на это, мне понравился проведенный Джином анализ перспектив кредитно-сберегательных фондов, и когда он пригласил меня быть потенциальным инвестором, я согласился стать его компаньоном. Мы считали эту инвестицию слишком рискованной, чтобы осуществлять ее в рамках компании *Oppenheimer*, тем не менее к нам присоединились несколько других компаньонов.

В начале 1960-х годов Джин купил за 600 тыс. долл. фонд *Contra Costa Savings and Loan* в городе Конкорд, Калифорния, и мы начали свой бизнес. Правда, у меня появились плохие предчувствия. Прежде всего, у нас, несомненно, могли возникнуть проблемы из-за тяжелого характера Джина и его легендарной скупости. Так оно и случилось. Я хорошо помню случай, когда мы ехали в Сакраменто, чтобы уладить какую-то проблему. У нас была назначена встреча с Престоном Мартином, тогдашним уполномоченным штата Калифорния по делам кредитно-сберегательных фондов. Многие чиновники,

занимающиеся кредитно-сберегательными фондами в Калифорнии, были своего рода небольшими князьками, но Мартин был не таков — он был умнейшим человеком и профессионалом. Когда мы подъезжали к столице штата (Сакраменто. — *Прим. перев.*), я заметил, что бензин в баке заканчивается. Джим, проявляя свой “фирменный фентоновский” стиль, пожелал досхать до заправоочной станции, продающей бензин по сниженной цене, находящейся на расстоянии 30 миль. Естественно, бензин у нас кончился раньше. Это был поистине “коропный номер” Фентона — он ставил под угрозу срыва встречу, способную повлиять на судьбу крупной инвестиции, но не желал потратить ни на цент больше за бензин. (Джим был скупым, но, по крайней мере, последовательным в своих действиях. Готовясь к своей свадьбе в Калифорнии, он спросил продавщицу, можно ли взять свадебное платье напрокат, потому что, как он объяснил, его невеста “паденет его всего лишь раз”.)

Эпизод с бензином стал мощным напоминанием о трудном и своеобразном характере моего компаньона по этой инвестиции. Вскоре после покупки нашего первого кредитно-сберегательного фонда я с Джимом ехал на машине в округе Мэрин. Джим спросил меня, о чем я переживаю так поздно вечером. Не колеблясь ни минуты, я ответил, что меня преследует кошмарное видение, будто он звонит мне и говорит, что “Престон Мартин ушел с должности уполномоченного, Правление нашего фонда просится в отставку, а новый уполномоченный по кредитно-сберегательным учреждениям собирается закрыть наш фонд”. В той или иной мере позже все эти события действительно произошли.

На фоне других начинающих компаний уполномоченные по кредитно-сберегательным учреждениям считали нас “плохими парнями”. Мы вызвали у них подозрение, потому

что с самого начала своей деятельности для привлечения депозитных вкладов выплачивали больший процент и экспериментировали с введением изменяющейся ставки процента при кредитовании под залог. Мы также вызвали гнев Совета федеральных банков жилищного кредитования, выносящего постановления о том, могут ли кредитные организации открывать новые отделения. Если бы не благосклонность Престона Мартина, бывшего сначала уполномоченным штата Калифорния, а затем главой Совета федеральных банков жилищного кредитования в Вашингтоне, наша затея с кредитно-сберегательным фондом могла окончиться полным фиаско.

Хотя Мартин и дал нам "добро" на нововведения, из-за недалекости Джина мы были обречены. К его удивлению, люди на стали осаждать офис фонда, чтобы получить кредит под залог, ставка выплат по которому может изменяться лишь в сторону увеличения. Джин не догадался, как превратить прекрасную мысль, озарившую его, в идею, способную стать движущей силой на рынке. Если бы он пошел на риск и допустил изменения ставок и в сторону повышения, и в сторону понижения, он мог бы стать одним из богатейших людей Америки. Впрочем, о том, о чем не смог догадаться Джин, смогли догадаться другие. Сотрудница компании *Oppenheimer* Мэрион Сандлер, которую Джин раньше принял на работу, изучила его ошибки и поняла, что переменная ставка процента при кредитовании под залог обладает огромным потенциалом на рынке, но при условии, что ставки могут изменяться как в сторону повышения, так и в сторону понижения. Действуя по такой схеме, кредитно-сберегательные фонды могли бы предложить более низкую ставку ежемесячных выплат по сравнению с традиционными кредитами под залог, использующими фиксированные ставки. Мэрион ушла из компании *Oppenheimer* и вместе со своим мужем Хербом (который был моим юриди-

ческим консультаптом) приобрела кредитно-сберегательный фонд, который они впоследствии назвали *Golden West Financial*. Обеспечив себе с помощью кредитования под залог с переменной ставкой приток заказчиков, *Golden West* стал в итоге одним из самых крупных кредитно-сберегательных фондов в США, а Мэрион Сандлер — одной из наиболее успешных женщин Америки.

Сомнительная же мечта Джина об отказе от гражданства США и ухода таким образом от уплаты налогов так и не исполнилась.

Спустя некоторое время у него развилась смертельная форма рака, и он скоропостижно скончался в 1976 году. Через 10 лет после его смерти многие кредитно-сберегательные фонды, проявив жадность и чрезмерный авантюризм, повторили его фатальную ошибку. Столкновение между лоббистами, защищающими интересы кредитно-сберегательных фондов, и Конгрессом привело во времена правления администрации Рейгана к пресловутому дерегулированию кредитно-сберегательных фондов, спровоцировавшему целую вакханалию махинаций, жульничества и сомнительных займов. Позже Конгресс попытался замаскировать свою ошибку, одобрив процесс санации этих учреждений, стоивший американским налогоплательщикам 500 млрд. долл. (Одним из немногих кредитно-сберегательных фондов, оставшихся в "здоровом" финансовом состоянии, был фонд *Golden West*.) Потраченная в процессе санации сумма составила лишь незначительную часть по сравнению с теми триллионами долларов, которые были потеряны в результате наступившего в начале XXI века экономического спада. И все-таки это была большая сумма денег. Но санация кредитно-сберегательных фондов не вызвала такой бури общественного возмущения, как последствия сегодняшнего кризиса; возможно, из-за того, что большинство па-

логоплательщиков так и не осознали, что именно им придется расплачиваться за жадность и коррумпированность других.

Хотя Джип Фентон и поступал предельно авантюрно, его действия не выходили за рамки закона, чего нельзя сказать о других знакомых мне людях.

Конечно, количество людей, поначалу законопослушно заработавших деньги, а затем скатившихся по скользкой палящей к неприкрытому обману, вряд ли свидетельствует об относительной эффективности рынка в долгосрочной перспективе. Одним из людей, преступивших черту, был Берни Корнфелд. У Корнфелда была яркая биография. Он родился в Стамбуле (поначалу его имя звучало как Бенно Корнфилд), а вырос в Бруклине. Невысокий мужчина, он производил прекрасное впечатление; немного заикаясь в разговоре, он тем не менее разговаривал на пяти языках. В 1956 году Корнфелд основал *Investors Overseas Services (IOS)* — оффшорный взаимный фонд — торговую компанию, главными клиентами которой были американские военнослужащие, расквартированные в Европе. В 1962 году он основал *Fund of Funds* — еще один оффшорный взаимный фонд, задача которого состояла в осуществлении инвестиций в лучшие взаимные фонды США. *Fund of Funds* был хорошей идеей, но с ним Корнфелд зашел слишком далеко.

В середине 1960-х годов корнфелдовский *Fund of Funds* приобрел акции фонда *Oppenheimer* на сумму 20 млн. долл. и стал нашим самым крупным акционером. Мы остерегались Корнфелда и, чтобы обезопасить себя, заставили его подписать письмо, подтверждающее, что он не имеет права давать нам распоряжения о том, какие акции мы должны включать в фонд. Через несколько лет, ничуть не колеблясь, Корнфелд попытался продать именно это. Он выслал к нам Генри Бьюла, одного из своих главных исполнителей, с сообщением, что он желает, что-

бы фонд *Oppenheimer* приобрел акции обувной компании. Я понял: Корнфелд решил использовать нас, чтобы поднять курс акций этой компании. Я предвидел такой поворот событий и показал Бьюду наше письмо. Мы не купили акции, и вскоре Корнфелд продал свою долю в *Oppenheimer Fund*.

Уже тогда было видно, что Корнфелд на всех парах движется в сторону "решетчатой гостиницы". Он делал то, чем годы спустя занимался Майкл Милкен в группе компаний *Drexel Burnham*: подкупал тех, в чьи компании инвестировал средства (Милкен в таких случаях увеличивал финансирование с помощью "бросовых" ценных бумаг), чтобы взамен осуществлять инвестиции в другие свои предприятия. Корнфелд также премировал тех своих менеджеров по продажам, которые владели акциями взаимного фонда *IOS*, — такая стратегия "размывания", в конечном итоге, неизбежно вела к краху. Создавалась гигантская финансовая пирамида по постоянному вовлечению новых вкладчиков. По иронии судьбы случилось так, что в 1971 году, когда фонд *IOS* уже терпел крах, его приобрел Роберт Веско — еще более отъявленный мошенник. Веско продолжил разграбление фонда, совершив одно из самых крупных финансовых мошенничеств своего времени, а затем сбегал на Кубу, где, по слухам, занялся контрабандой наркотиков.

Как раз перед крахом фонда *IOS* у меня состоялась встреча с еще одним "зарвавшимся аферистом" из "корнфелдовой братии". Это был Джон Кинг, тогдашний великий — в прямом и переносном смысле слова — нефтяной магнат-миллиардер, паживший состояние на продаже пакетов акций нефтеразведывательных компаний (общество с ограниченной ответственностью). Я согласился на эту встречу по настоянию Артура Липпера.

Липпер, умнейший, неутомимый, изобретательный человек, сделал себе имя, установив критерии эффективности взаимных

фондов (этот бизнес позже приобрел его брат Майкл). Артур терпеть не мог заниматься тем, чем уже занимается кто-либо другой. Он выдумывал все новые и новые финансовые схемы: например, выпуск цепных бумаг, привязанных к рыночному курсу *S&P 500*, — идея, позже воплощенная в жизнь другими. Среди его далеко идущих проектов были ледовый каток в Сингапуре (расположенном на экваторе), виноградники в Австралии, радиостанция на Аравийском полуострове, вещающая на страны Персидского залива (чья наиболее популярная программа представляла собой чтение списков погибших израильтян в войне 1967 года — во всяком случае, так утверждал Артур). Линшер упомянул, что Кинг ищет финансирование, и настоял, чтобы я встретился с нефтяным магнатом в Денвере.

Я прибыл по адресу Кинга, и меня провели в огромный офис. В офисе под рисунком, изображающим атакующего слона, сидел представительного вида великан — как будто попавший сюда прямо из фильма о нефтяных магнатах-миллиардерах. Кинг изложил свои предложения. Он предлагал мне купить 20 тыс. акров нефтеносных полей в Арктике — небольшую часть из 20 млн. акров, бывших во владении фонда *King Arctic Investments*, который, в свою очередь, в основном принадлежал корнфелдовскому *Fund of Funds*. Более того, если я соглашался покупать по цене 8 долл. за акр, Кинг обещал, что мне не нужно будет платить никаких денег на протяжении восьми лет. Но зачем человеку продавать имущество, не получая за него деньги?

Я прибыл, уже вооруженный ответом на этот вопрос. Незадолго до посещения Денвера я встречался с Луисом Уиксом, бывшим главным геологом компании *Standard Oil*, вышедшим на пенсию. Есть хорошие геологи и великие геологи, и Уикс, конечно, был из числа последних. В его характере соединились богатое воображение и твердая воля ученого. На протяжении

многих лет Уикс вел одну из самых популярных передач на волнах радиостанции для американских войск, расквартированных в Европе. В своей последней передаче он объяснял, что современная геология подтверждает ход событий, изложенный в Книге бытия. Наступление света после тьмы, появление воды после земли — именно таким и был ход событий.

Обладая большими познаниями в области нефтяных месторождений, Уикс имел превосходную интуицию относительно их стоимости, и я задал ему вопрос о вероятной стоимости земель Книга в Арктике. Поразмыслив немного, он назвал цифру — приблизительно 50 центов за акр.

Обладая этой информацией, я понимал, что Книг и его дружок Берни Корнфелд уже педалекки от финала своей финансовой драмы. Если бы я купил предложенный участок, Книг мог бы использовать факт продажи с целью дальнейшего увеличения стоимости остающихся миллионов акров. А Корнфелд мог бы поддерживать иллюзию того, что участки земли в Арктике все еще стоят 8 долл. за акр, т.е. имеют ту же цену, которую уплатил за них Корнфелд при их покупке, и таким образом обманывать общественность относительно стоимости активов его *Fund of Funds*. Когда я позволил Книгу, чтобы отказаться от этой сделки, я спросил его, как бы невзначай, не беспокоится ли он по поводу возможного вмешательства в это дело Комиссии по ценным бумагам и биржам. С обезоруживающей откровенностью Книг ответил: "Нет, у меня дружественные отношения с Ричардом Пиксоном, он прислал мне список всех кандидатов на должность Председателя Правления и заинтересовался, против кого из них у меня не будет возражений".

После моего возвращения в Нью-Йорк случайное открытие того, что происходило с фондом *IOS* и Джоном Книгом, не выходило у меня из головы. В тот вечер я ужинал с Уилли Мор-

риком, издателем *Harper's Magazine* Я спросил у него, не хочет ли он, чтобы я написал статью о величайшем финансовом деле десятилетия Его это не заинтересовало Так или иначе, но Книг все равно попал в тюрьму, а Корнфелда держали в швейцарской тюрьме 11 месяцев, после чего обвинения в мошенничестве были сняты Умер он без гроша за душой

Финансовый рынок привлекает положенную ему долю мошенников, по некоторые зарвавшиеся финансисты страдают, в их поведении, от следования своим идеалам, а не от своей жадности Часто это люди, обладающие энергией и воображением, поэтому они значительно интереснее тех, кто просто руководствуется чувством наживы Под такую характеристику подпадает, конечно, и Уильям Цекендорф, оставивший после себя веренище компаний-банкротов и множество озлобленных инвесторов, но также и строения-памятники, такие как здание ООН

Цекендорф был полным, краснолицым мужчиной — его фигура напоминала свежий помидор, помещенный на вершину огромного арбуза У него был офис, по форме походивший на эскимосскую хижину, на Мэдисон Авеню, по соседству с офисом известного архитектора И М Пейя, с которым Цекендорф познакомился благодаря Нельсону Рокфеллеру — губернатору штата Нью Йорк Хотя близкое соседство индейщика и великого архитектора и может принести пользу обществу, между этими двумя людьми предпочтительно было бы установить немного большее расстояние — быть может, так Вот в этом-то офисе и восседал Цекендорф в окружении своих телефонов, как великий импресарио, а его здания окружали его, как звезды сцены На стенах его офиса висели фотографии памятников мировой архитектуры, в том числе Парфенона

У Цекендорфа было две слабости — он стремился строить красивые здания и жить не мог без финансовых сделок Но в

финансовой архитектуре ему никогда не удавалось достигнуть такого успеха, какого он достиг в строительстве настоящих зданий. Из-за рискованности его проектов и неоднозначности репутации ему приходилось брать ссуды под процент, на несколько пунктов выше рыночного, и тем самым ставить под сомнение утверждение, что нельзя зарабатывать деньги, постоянно выплачивая баснословно высокие проценты по кредиту.

Я впервые узнал о Цекендорфе в 1957 году, когда услышал, что он планирует объединить компанию *Webb and Knapp*, которой владел полностью, с компанией *American Superpower* — инвестиционной компанией, существующей еще с 1920-х годов, в которой он владел контрольным пакетом. Мне показалось, что ситуация открывает возможности выгодного инвестирования, поэтому я поехал в Вашингтон, чтобы посетить слушания Комиссии по ценным бумагам и биржам по поводу намечающегося слияния.

Кроме меня, единственным человеком, приехавшим на слушания, был Отто Хиршман — весьма интересная личность, компаньон в фирме *Dreyfus and Company*. Хиршман называл себя “биржевым детективом”. Он был эмигрантом из Голландии и обладал прекрасной интуицией. Именно Хиршман некоторое время спустя обратил мое внимание на определенные возможности, которые можно было реализовать с помощью инвестиций в урановые месторождения.

В одном из разговоров Хиршман упомянул компанию *Roosevelt Field* (доля в которой принадлежала и компании *Oppenheimer*), владеющую большим земельным участком по соседству со старым аэропортом на острове Лонг Айленд в Нью-Йорке. Компанию *Roosevelt Field* Цекендорф контролировал посредством компании *Webb and Knapp*. Незадолго до этого компания *Roosevelt Field* приобрела у компании *Webb and Knapp* супермаркет *McCreary*, главное здание которого разме-

налось на 33-й улице в Манхэттене. Отто сказал: "Леон, вы должны разузнать, собирается ли Цекендорф переместить супермаркет *McCreary* на земельный участок *Roosevelt Field*, чтобы построить там торговый центр, или он просто скупает убыточные активы, вешая их на акционеров *Roosevelt Field*".

Хороший вопрос! Мы послали Фрэнсис Хайдт на ежегодное собрание компании *Roosevelt Field*, и после небольшого детективного расследования стало ясно, что Цекендорф создал ситуацию, при которой акционеры компании *Roosevelt Field* были вынуждены участвовать в распределении убытков, за которые раньше он отвечал единолично. Я убежден, что Цекендорф руководствовался не жадной наживой или злым умыслом; скорее, это была отчаянная попытка спасти компанию *Webb and Knapp* от банкротства. Тем не менее ни в чем не виноватые и ничего не подозревающие акционеры компании *Roosevelt Field* не заслуживали такого недостойного обращения. Поэтому мы обратились в суд.

Мы наняли Милтона Поллака, блестящего адвоката, ставшего затем известным судьей федерального суда. Процесс шел медленно, и у меня выработалась привычка раз в месяц обедать вместе с Поллаком. Во время этих встреч он рассказывал мне новости о ходе процесса и о его (Поллака) методике. В то время его дочь училась в начальной школе, и Поллак рассказывал мне, что перед тем, как задать вопрос кому-либо из свидетелей, он испытывал его на своей дочери.

С помощью обезоруживающих и, на первый взгляд, простых вопросов Поллак постепенно заманивал свидетелей в ловушку, а затем выжимал из них все до конца. Когда очередь дошла до свидетельских показаний Цекендорфа, эта тактика сработала отменно. Начал он давать показания обаятельно и непринужденно, но по мере того как Поллак спокойно закрывал ему все пути к отступлению, Цекендорф все больше по-

крывался испариной. Всего лишь за час Поллак заставил Цекендорфа сознаться, что причиной покупки компании *McCreary* было желание улучшить показатели *Webb and Knapp* за счет акционеров компании *Roosevelt Field*. Вскоре после этого Цекендорф удовлетворил наш иск.

Несмотря на трудные моменты в наших взаимоотношениях, я восхищался целенаправленностью Цекендорфа и его стремлением строить красивые здания. Пройдет много лет, и его финансовые злоключения будут совершенно забыты, но его будут помнить как застройщика, обладавшего живой душой. Его готовность платить за красоту (или добиваться этого от своих инвесторов) улучшила очертания Нью-Йорка, Торонто, Денвера и всех других городов, в которых он проявил свой талант. Да, в авантюриности Цекендорфа было некое величие!

К сожалению, таланту не всегда сопутствует хороший характер. Вот почему авантюристы останутся фрагментом финансового "пейзажа", независимо от того, какими моральными мы станем и какие регулирующие меры предпримем, реагируя на последствия сегодняшнего падения рынка. Авантюристы мыслят масштабно, и у них есть смелость искать и находить новые возможности.

Красавица и чудовище

Есть тысячи способов, с помощью которых мы, инвесторы, обманываем себя по мелочам и по крупному. Прибыль, полученную благодаря счастливому стечению обстоятельств, мы считаем результатом нашей прозорливости, а потери, нередко возникающие вследствие нашей глупости и невнимательности, — результатом невезения. Мы верим, что рынок помнит или учитывает цены, уплаченные за наши акции, верим, что курс наших акций будет повышаться на фоне падения курсов всех остальных акций. Но чаще всего на рынке случается так, что мы влюбляемся в компанию, достойную нашей привязанности.

Не одна компания обманывала мои надежды в самый решающий момент. Случались у меня и дорогостоящие финансовые «романы», во время которых я был ослеплен шармом какой-нибудь компании или ее руководства. Наученные горьким опытом инвесторы должны уметь распознавать скрытую

красоту, и наоборот, игнорировать показной блеск компаний, видя их внутренние изъяны. Осуществляя одну из инвестиций в 1960-е годы, я поступил абсолютно противоположным образом. Когда же 10 лет спустя, в условиях одного из наиболее затянувшихся после Великой депрессии спадов на рынке, я исправил свою ошибку, то даже более чем возместил свои прежние потери.

Очень хорошие инвестиционные возможности возникают в плохо управляемых компаниях по той простой причине, что их положение может быстро улучшиться с приходом умелого руководства. Как бы плохо компания не выглядела, ее почти всегда в каком-то отношении можно считать выходящим приобретением. Следуя данной логике, в 1957 году компания *Oppenheimer* приобрела пакет акции компании *Underwood* — изрук вопиюще плохо управляемого производителя печатных машинок, вытесняемого с рынка электрических печатных машинок компанией *IBM*. Контрольный пакет акций компании *Underwood* приобрела компания *Olivetti*, и, движимый своим восхищением итальянской стильностью и легкостью, я посчитал, что новые итальянские хозяева преобразят *Underwood*.

Мое впечатление основывалось на очевидных фактах. В то время компания *Olivetti* развивалась быстрее, чем *IBM*, производила чудесные машинки и хорошо относилась к своим работникам. Ею руководили блестящие, элегантные менеджеры, такие как Джанлуиджи Габетти, перешедший позже в руководство компании *IFI* — холдинга, принадлежавшего семье промышленника Джанни Аньелли. Штаб-квартира *Olivetti* находилась в Ивреи — чудесном итальянском городке со множеством зданий, спроектированных лучшими архитекторами того времени.

Я рассуждал так: если компания хорошо делает что-то одно, она обычно хорошо делает и много чего другого. Поэтому я

с должным рвением продолжал скупать акции компании *Underwood* — вплоть до того момента, когда фонд *Oppenheimer* стал самым крупным ее внешним акционером. Вместе с еще одним инвестором по имени Эрнест Оппенгеймер (не имеющим никакого отношения к Максу) мы контролировали приблизительно 20% акций.

Мы купили бы еще больше акций, если бы меня не оставил мой коллега Арчер Шерл, главный портфельный менеджер фонда, обративший мое внимание на незначительную деталь: денежные поступления компании *Underwood* сокращались. До этого я предлагал, чтобы фонд *Oppenheimer* увеличил свою долю в компании, а он возражал против этого. Мы вышли паш спор на совет компании. Члены совета выслушали доводы обеих сторон и поддержали Арчера. В конечном счете, решение совета помогло в какой-то мере оградить фонд от последовавших событий.

Если бы ничего больше не изменилось, наши инвестиции могли бы оказаться успешными, но компания *IBM* имела собственный план развития производства печатных машинок. В 1961 году она внедрила кардинально новую конструкцию электрической печатной машинки — «Селектрик». В этой модели все буквы размещались на вращающемся шарике, ударяющем при печати бумагу. Хотя новая модель вначале нередко выходила из строя, вскоре «Селектрик» совершила настоящий переворот на рынке электрических пишущих машинок. Компания *Underwood* не нашла в себе сил достойно ответить на такое чудо техники и потерпела крах, едва не погубив вместе с собой и компанию *Olivetti*.

Впрочем, я не всегда поддавался влиянию шарма. Отслеживая отчеты об операциях инсайдеров за 1962 год, я заметил, что Николас Резини, главный исполнительный директор компании *Cinerama*, постоянно покупает акции собственной ком-

пани. Решив, что он обладает некоей информацией, я купил несколько акций и договорился с ним о встрече. У него был прекрасный офис на Парк Авеню, обставленный старинной мебелью и “укомплектованный” красивыми секретаршами. Это был не офис, а мечта, голливудская картинка, а его хозяин предлагал в образе энергичного и обаятельного руководителя.

Несколько не смущаясь, Резини поведал мне историю своей жизни, а затем рассказал о своих грандиозных планах в отношении компании *Cinerama*. Он планировал снимать трехмерные фильмы, рассказывал сюжеты снимающихся фильмов, и каждый из них был еще более захватывающим, чем предыдущий. Я был ошеломлен, но лишь до того момента, пока не вышел из его элегантного офиса на улицу, где бушевала метель. Меня внезапно осенила мысль, что невозможно быть настолько совершенным, как мне показался Резини. Я решил продать акции в тот день, когда на экраны выходил первый фильм компании *Cinerama* “Как был завоеван Запад” (*How the West Was Won*). Это был один из тех немногих случаев, когда я продал акции по цене, приближающейся к установленному акциями рекордному курсу.

Середина 1970-х годов стала неблагоприятным временем для рынка, пребывавшего во власти застоя с 1964 по 1982 год; индекс Доу-Джонса набрал в 1964 году 874 пункта, а в 1981 году — 875 пунктов. Потрясающий рост в один пункт за семнадцать лет! Любой начинающий инвестор 1990-х годов, надевшийся, что акции будут постоянно опережать по доходности все другие виды инвестиций, должен был хотя бы на минуту задуматься над этими двумя числами и двумя датами. Например, допустим, в 1964 году вам исполнилось сорок восемь лет, и в последний день 1964 года вы вложили 100 тыс. долл. в привязанный к показателю Доу-Джонса индексный фонд, на условиях дальнейшего реинвестирования дивидендов; при

этом вы пребываете в полной уверенности, что при выходе на пенсию в возрасте шестидесяти пяти лет у вас будут солидные сбережения. Но из-за жалкого состояния рынка и пожирающей деньги инфляции в последний день 1981 года ваши деньги будут стоить, по сути, меньше, чем первоначально вложенный капитал.

На протяжении этих лет компания *Oppenheimer* искала возможности для инвестиций за пределами рынка акций. По поручению группы инвесторов, желавших приобрести телевизионную станцию *WPIX*, принадлежащую компании *Tribune Company*, нам удалось перекупить права на вещание этой станции. Мы также получили контроль над *General Acceptance Corporation* — фирмой — застройщиком земельных участков, оказавшейся самым крупным банкротом в истории штата Флорида. (Фирма известна сейчас под названием *Avatar*.) Компания *Oppenheimer* управляла активами компании *SIC*, занимавшейся нефтяным бизнесом и предоставлением финансовых услуг, во время прохождения ею процедуры банкротства; мы изыскивали возможность выплатить ее долги из расчета 100 центов за 1 доллар и, кроме того, оставили ей ликвидные активы.

Спад 1974 года, во время которого индекс акций промышленных компаний Доу-Джонса упал на 45%, окончательно добил так пазываемую “жизнерадостную” эпоху в истории биржи, начавшуюся в конце 1960-х годов. Характерными чертами этой эпохи стали спекулятивные лихорадки, возникавшие вокруг высокотехнологичных бумаг, и финансовые менеджеры-“ковбои”, которые мгновенно продавали и покупали акции и наслаждались положением знаменитостей, пока эмбарго на поставку нефти из арабских стран не положило конец этому веселью и этим играм.

Впрочем, любая проблема создает новые возможности, и я начал задумываться о движущих факторах рынка. Мое внимание привлекло явление, свойственное депрессивному рынку: финансовые отчеты многих компаний показывали подразделения компаний и иные приобретения, но их реальная стоимость никак не учитывалась в цене акций компаний — владельцев таких активов. Конец 1960-х — начало 1970-х годов были эпохой укрупнений, и такие объединения, как *ITT and Gulf & Western*, создавали и покупали компании-подразделения. Все это делалось якобы для достижения эффекта синергии и большей эффективности. Однако эти цели оказались по большей части призрачными, и когда в конце 1970-х годов разочарованные менеджеры стали продавать именно те активы, на покупку которых всего несколько лет назад они потратили столько сил, я начал задумываться: а что, если в США назревает эпоха разукрупнения компаний? Если это действительно так, то возникла возможность широко использовать тактику арбитража при реализации таких активов.

И вот в 1977 году в связи с суровой зимой обнаружилась нехватка природного газа. Возник второй энергетический кризис, и начались отключения электроэнергии. 2 февраля 1977 года Президент Джимми Картер назначил Джеймса Шлезингера “энергетическим королем” государства и поручил ему изыскать возможности для энергосбережения и увеличения поставок энергоносителей. Я присутствовал на одном из выступлений Шлезингера в Вашингтоне, на котором тот рассматривал возможность использования угля для компенсации недостающих нефти и природного газа (дело было еще до того, как страх перед глобальным потеплением превратил уголь во врага окружающей среды номер один).

У меня имелся определенный опыт работы с угольной отраслью в 1950-е годы, когда я пытался раскрыть таинственные

маневры Сая Шойера при приобретении им компании *West Virginia Coal and Coke*. Я вспомнил, что тогда реальные возможности появлялись не столько в добыче угля, сколько в его транспортировке. Наш аналитик по транспорту Берт Фингерхут настоятельно советовал изучить возможность доставки угля железнодорожным транспортом — одним из лучших видов транспорта для доставки больших объемов угля по обширным просторам США. Поэтому после выступления Шлейнхера я обратился к докладчику с вопросом, есть ли у США железные дороги, способные перевозить то количество угля, о котором он говорил. Его ответ содержал определенную оговорку: если его план развития энергетики будет претворен в жизнь, железные дороги будут работать в полную силу.

Этот простой вопрос подтолкнул меня к проведению одной из наиболее интересных, сложных и выгодных инвестиций в моей карьере. Эти инвестиции окупились лишь по прошествии многих лет, но поистине прекрасная возможность для начала их осуществления представилась с банкротством железнодорожной компании *Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Railroad*. Банкротства зачастую чрезвычайно выгодны тем, что отпугивают многих инвесторов, отчего цены акций и облигаций устанавливаются на невысоком уровне.

Я следил за деятельностью железнодорожных компаний начиная с 1940-х годов. Тогда мой отец стал покупать облигации обанкротившихся компаний этой отрасли, таких как *Missouri Pacific* и *Minneapolis, St. Paul & Sault Ste. Marie*. Во время Великой депрессии почти половина железнодорожных компаний в стране разорилась. Участие во Второй мировой войне на короткое время улучшило ситуацию, но вскоре для железных дорог вновь наступили тяжелые времена. Такое положение складывалось отчасти из-за подавляющих регулятивных мер, введенных Комиссией по торговле между штата

ми. Крупным общенациональным железным дорогам разрешилось объединяться только после изнурительно долгих слушаний, а прекращать эксплуатацию железнодорожных путей им запрещалось вообще. В тех вопросах, где Комиссия оставляла железные дороги в покое, подключались профсоюзы, заставляя железнодорожные компании сохранять рабочие места еще долго после того, как технические изменения делали эти места ненужными.

К середине 1970-х годов Комиссия по торговле между штатами уже хорошо осознавала порочность сложившейся ситуации, и многие ее члены считали возрождение железных дорог почти своим патриотическим долгом. Один из многочисленных представителей Комиссии, с которыми я встречался в конце 1970-х годов, заметил, что на протяжении XX века объем грузовых железнодорожных перевозок в Канаде вырос, а в США — упал. В Канаде имелись железные дороги, идущие от западного побережья к восточному, а грузы, пересекающие США, должны были по нескольку раз перебрасываться с одной железной дороги на другую, и каждая такая переброска вела к потерям времени и дополнительным затратам.

Вместе с Бертом Фингерхутом я вылетел в Вашингтон на встречу с несколькими представителями Комиссии. Проведенные обсуждения убедили нас в том, что Комиссия собирается предпринять радикальные меры по развитию американских железных дорог. Наша следующая задача состояла в том, чтобы найти железнодорожную компанию, которая смогла бы воспользоваться этими, еще не до конца сформировавшимися возможностями.

Мы наняли Пата Сестаро, бывшего юриста Комиссии, чтобы он помог нам в поиске подходящих компаний. Широкий и по своим объемам и по своей натуре, Пат напомнил мне Зиро Мостела, героя кинофильма «Продюсеры» (*The Producers*).

Он любил щеголять своими яркими подтяжками и разыгрывать роль финансового воротилы. Так вот, Пат предложил, чтобы мы хорошенько присмотрелись к железнодорожной компании *Chicago, Milwaukee, St Paul & Pacific Railroad*.

Большинство финансистов с Уолл-Стрит приняло бы его предложение с пренебрежительной усмешкой, так как в декабре 1977 года компания *Milwaukee Road* обанкротилась — в третий раз в своей истории. В условиях подавляющей зарегулированности отрасли, агрессивности профсоюзов, запутанной бухгалтерской отчетности и большой разбросанности активов восстановление железнодорожных компаний после банкротств занимало многие годы. Компания *Milwaukee Road* терпела убытки в размере 500 тыс. долл. в день, и у нее были тысячи и тысячи миль не приносящих прибыли и полуразрушенных путей. Даже ее основные железнодорожные магистрали находились в таком запущенном состоянии, что на более чем 600 милях железнодорожных путей поезда могли ездить не быстрее 10 миль в час. В довершение всего своими неуклюжими попытками защитить интересы общественности правительство сделало благополучную деятельность железных дорог почти невозможной. Решения о повышении тарифов на железнодорожные перевозки можно было принимать лишь с одобрения Комиссии по торговле между штатами, а такие повышения обычно вызывали гнев перевозчиков, соответственно, чем больше перевозок осуществляла неэффективная железнодорожная компания типа *Milwaukee Road*, тем значительнее были ее убытки.

Когда компании объявляют о своем банкротстве, они раскрывают карты, и можно начинать новую игру. Многие участники рынка предпочитают продавать имеющиеся у них пакеты акций компаний-банкротов по дешевке (некоторым из них даже запрещается владеть ценными бумагами банкротов),

а это сбивает цену ниже реальной стоимости чистых активов. Так же и аналитикам свойственно терять интерес к происходящим в связи с банкротством событиям, вследствие чего усиливается неопределенность и, следовательно, расширяются возможности инвестора. Незначительные комиссионные при торговле облигациями обанкротившихся фирм делают такую торговлю непривлекательной для многих брокеров, что подрывает ликвидность и, опять-таки, еще больше расширяет возможности инвесторов.

Положение компании *Milwaukee Road* интриговало. Железная дорога была построена по принципу предоставления земельного граунта. Это означает: в качестве поощрения дальнейшего строительства дороги до западного побережья компания получила от правительства миллионы акров расчерченной на квадраты земли, прилегающей к железнодорожным путям. Железная дорога *Milwaukee Road* обеспечивала доступ к нескольким крупнейшим угледобывающим регионам на западе страны. Благодаря этому она становилась стратегически важным объектом приобретения для железнодорожных компаний с прочным финансовым положением. Если бы Комиссия по торговле между штатами последовала своему предварительному намерению и отменила запрет на прекращение эксплуатации железнодорожных путей, а также ускорила процедуру разрешения слияния компаний, железная дорога *Milwaukee Road*, несомненно, могла бы стать очень ценным приобретением.

Компания *Milwaukee Road* понравилась нам также потому, что железная дорога была сравнительно небольшой, и мы могли приобрести весьма значительную долю, дающую нам возможность влиять на все происходящее в компании. Сначала мы приобретали облигации, главным образом, обеспеченные первой закладной. В случае ликвидации железной дороги эти

бумаги стояли первыми в очереди на выплату. Мы начали покупать облигации по ставке от 15 до 30 центов за доллар, рассудив, что, по всей вероятности, стоимости активов компании будет больше чем достаточно, чтобы осуществить выплаты по облигациям, включая проценты, начисленные с момента банкротства компании.

Как только мы стали обладателями значительной доли, я поехал в Чикаго, чтобы встретиться с руководством холдинговой компании *Chicago Milwaukee Company*, владевшей 96% акций *Milwaukee Road*. Я спросил ее финансистов, в какую сумму они оценивают стоимость железной дороги и ее акций. Ответ прозвучал быстро и недвусмысленно: ноль. В действительности, в балансе холдинговой компании была указана символическая стоимость железной дороги — 1 доллар. Финансисты холдинга давно пришли к мнению, что ликвидация компании не даст достаточно средств для уплаты ее долгов, а значит, акционерам и подавно ничего не останется.

Руководство холдинговой компании имело крайне неверное представление о стоимости железной дороги. (Вот вам и информированность инсайдеров!) И это еще один пример, свидетельствующий о роли психологического восприятия в финансах: акции железнодорожной компании, считавшиеся финансистами холдинга совершенно бесполезными, в итоге обеспечили доход в 150 долл. на акцию! Несомненно, и финансисты, и руководство холдинга проявляли недальновидность, но у меня было подозрение, что здесь задействованы еще какие-то факторы. Разницу в восприятии можно объяснить разве что противоположностью мировоззрений, каждое из которых исходило из присущей ему логики.

Оценивая стоимость железной дороги, руководители холдинга основывались на ее прошлом. Они видели злосчастную историю ее убытков и банкротств, тысячи миль пенужных

путей, годы, потраченные на неудавшиеся попытки совершенствования системы регулирования отрасли; исходя из этих данных они приходили к единственному выводу: железная дорога *Milwaukee Road* потерпела неудачу, и уже никогда не сможет приносить прибыль. Мы рассматривали ту же железную дорогу и видели за ней огромные активы, недвижимость и оборудование, которые можно было продать. Там, где руководство холдинга видело бесконечную зарегулированность, ограничения тарифов, требования профсоюзов, мы улавливали возможность изменений, которые позволили бы железной дороге вновь стать процветающей компанией. И кроме того, нас подзадоривала перспектива нового дела, намек на которое прозвучал в выступлении Шлезингера о политике в энергетической отрасли.

Такую же противоположность мировоззрений можно наблюдать во время "облагораживания" старых районов города и вселения туда представителей среднего класса. У жителей трущоб и гетто их район ассоциируется с преступностью и лишениями; они ждут не дождутся, когда им повезет уехать отсюда. Архитектор или застройщик, покупающий ветхую развалюху, видит ценное, когда-то величественное здание, которое можно купить за смешную цену. Такой покупатель не помнит несчастий, выпавших на долю этого района; вместо этого он сосредоточивает внимание на его славном будущем. Тот же принцип применим к любой сделке на бирже: покупатель смотрит в будущее, а продавец часто отягощен знаниями о прошлом продаваемых бумаг.

Конечно, в жизни все не так просто. Район может оставаться серыми трущобами еще долгое время после того, как как-то смельчак пожелает привести его в порядок. Так и я искал недвижимость на Бауэри в 1970-е годы, приобрел ее, да все

еще ожидаю до сих пор, когда заработаю на ней несметные богатства...

Хотя компания *Milwaukee Road* и оказалась в итоге чрезвычайно выгодным вложением средств, на получение отдачи от нее ушло значительно больше времени, чем мы предполагали. Более того, она стала прибыльной по причинам, весьма далеким от тех, которые фигурировали в анализе, ставшем основанием для осуществления первоначальной инвестиции. Тогда нас подталкивали наши предчувствия относительно того, что железнодорожный бизнес вновь станет прибыльным.

Случилось так, что энергетический кризис пошел на спад, и правительство отказалось от своих планов увеличить потребление угля. И именно в тот момент, когда события в экономике, как бы попарашку, убивали в нас всякое стремление и интерес к железнодорожным делам, наша догадка по поводу намерений правительства улучшить конкурентное положение железных дорог окупилась сполна.

В июне 1980 года Конгресс США принял Закон Стаггера, разрешающий железным дорогам те виды деятельности — отказ от эксплуатации путей, слияния и т.д., — в которых они прежде были ограничены. Вместо настороженного ожидания будущего, когда увеличение работ означало приумножение убытков, железнодорожные компании обрели возможность совершенствовать свои операции и повышать свою конкурентоспособность. Конечно, они и в дальнейшем действовали в условиях правительственного регулирования — железные дороги все-таки составляют часть жизненно необходимой инфраструктуры страны. Тем не менее вскоре стало ясно, что Закон Стаггера создает самые благоприятные условия для вложений в железные дороги со времен перехода от парового двигателя к дизельному, произошедшего несколькими десятилетиями раньше. Я сразу же вспомнил поучение одного из мо-

их старых друзей: всегда лучше оказываться на той же стороне, на которой оказывается правительство.

Закон Стаггера можно назвать “хорошим карибу” — непредвиденным событием, сработавшим на пользу инвестора. Впрочем, даже после такой приятной неожиданности было не совсем ясно, как дальше поступать с данной инвестицией. Ведь из-за того, что железная дорога — банкрот, любые планы по ее ликвидации или продаже требовали одобрения управляющего имуществом компании-банкрота, федерального судьи, Комиссии по торговле между штатами. И все они должны были учитывать права инвесторов вкупе с другими факторами, в том числе интересами работников железной дороги и интересами территориальных общин, которые эта железная дорога обслуживала.

Вначале мы рассматривали компанию *Milwaukee Road* как относительно краткосрочную инвестицию, которая окупится ликвидацией активов железной дороги. Но управляющий имуществом компании-банкрота — весьма компетентный человек по имени Ричард Огилви, в прошлом губернатор штата Иллинойс — отказался рассматривать возможность ликвидации компании, считая ее противоречащей интересам обществу. Тем не менее он разрешил компании отказаться от эксплуатации двух третей из принадлежащих ей почти 10 тыс. миль путей или продать их. Он также дал разрешение на продажу десятков тысяч акров земли, предоставленных железной дороге при прокладке железнодорожных путей. Благодаря такому развитию событий отток средств из компании прекратился, и железная дорога стала еще более привлекательным объектом.

Мы постоянно корректировали нашу тактику, приспосабливая ее к новым изменениям. Когда стало очевидно, что продажа активов железной дороги даст более чем достаточно средств для

удовлетворения претензий по облигациям, обязательства по которым выполняются в первую очередь, цены выросли, и мы продали наш пакет облигаций. Их курс мог подняться еще выше, но Годд Лопг, наш юрист, сообщил нам, что законодательство о банкротстве не очень благосклонно относится к инвесторам, имеющим крупные пакеты и акций, и облигаций (акции же компании обещали более существенный выигрыш). Кроме того, к тому времени во владении холдинговой компании оставалось всего лишь 2 млн. акций, находящихся в обращении, и, привлекая компаньонов, мы могли добиться полного контроля над компанией. И наконец, существует правило, согласно которому как только компания выплачивает кредиторам проценты по облигациям за предыдущие периоды, деньги начинают "перетекать" в акции компании.

Компания *Oppenheimer* потратила довольно много средств, чтобы приобрести акции. Был момент, когда мы владели приблизительно 25% выпуска, которые мы приобрели по средней цене в 25 долл. за акцию. Чтобы добиться большего контроля над компанией, мы объединили свои усилия с умелыми и знающими инвесторами, такими как Питер Шарп. До этого Шарп вместе с Джерри Грином приобрел гостиницу *Carlisle Hotel*, и они проявили большой талант, реализуя скрытую стоимость этого известного нью-йоркского объекта недвижимости. Они переделали гостиницу в жилой комплекс, продали квартиры, вернули средства, вложенные в ее приобретение, и получили значительный доход от данного объекта, почти не вложив в него собственных денег.

Я рассказал Шарпу о заинтересованности компании *Oppenheimer* в приобретении компании *Milwaukee Road* во время нашего перелета во Флориду, где мы вместе занимались инвестированием в обанкротившуюся компанию — застройщика земельных участков (вот вам и пример долгосрочного

инвестирования — теперь, через 25 лет, я все еще являюсь Председателем Совета директоров компании *Avatar*, созданной после банкротства своей предшественницы) Переговоры с Шарпом дались нелегко

При помощи Шарпа и других компаньонов мы в итоге получили контроль над более чем 40% обычных акций компании *Milwaukee Road*. Несмотря на наличие такой о пакета, у нас было всего одно место в Совете директоров, и нам пришлось упорно бороться, чтобы предотвратить планы Совета уменьшить нашу долю с помощью дополнительной эмиссии акций.

В конечном итоге, наш пакет акций дал нам весомый голос в определении дальнейшей судьбы железной дороги. (Как только становится ясно, что задолженности по банковским кредитам и перед держателями облигаций будут выплачены в полном объеме, держатели долговых обязательств теряют влияние на дальнейшую судьбу компании-банкрота. Такое явление называется "вытеснением кредиторов" (*cramming upward*). И наоборот, если держатели долговых обязательств имеют основания утверждать, что их законные требования не будут полностью выполнены, они зачастую "вытесняют акционеров" (*cramming down*), по сути лишая их всех прав.) Кредиторы были выведены из игры, и голос акционеров становился более весомым. Нам часто приходилось использовать наш голос, когда начали поступать предложения от желающих купить железную дорогу.

В истории с железнодорожной компанией участвовало множество людей, и они в различное время играли в ней решающую роль. Кроме Фингерхута, Сестаро и Шарпа, в деле участвовал мой компаньон Джек Пэлл. Мы подключали его время от времени, когда у нас не ладилась переговоры.

Как только мы добились господствующего положения среди акционеров, возникла опасная ситуация. Огилви объявил, что он подписал заявление о намерениях продать железную

дорогу *Milwaukee Road* фирме *Grand Trunk Railroad* (отделению компании *Canadian National Railroad*) всего за 253 млн. долл. — сумму, в которую был оценен долг *Milwaukee*, плюс 100 млн. долл. займов и процентов по ним, начисленным с 1979 года. Чтобы предотвратить продажу железной дороги компании *Grand Trunk*, мы начали поиск других претендентов на ее покупку.

Вскоре мы отклонили предложение компании *Chicago and Northwestern Transportation Company (C&NW)*, чье руководство предлагало больше, чем *Grand Trunk*, по значительно меньшей той цене, которую, по нашему мнению, стоили активы компании. Мы потратили приблизительно 10 млн. долл. на юристов и экспертов, оценивавших стоимость железной дороги, и пришли к выводу, что она стоит от 360 до 670 млн. долл. — значительно больше первоначально предложенных сумм компаний *Grand Trunk* и *C&NW*. Но это было только полдела.

В 1984 году к схватке подключилась фирма *Soo Line* (из группы компаний *Canadian Pacific*), и положение обострилось. Огилви оценил окончательное предложение компании *Soo* в 570,6 млн. долл. — лишь немногим больше, чем апрельское предложение компании *C&NW*. Затем компания *C&NW* сделала эффектный ход и повысила сумму своего предложения до 786 млн. — суммы, которая принесла бы доход свыше 200 долл. на акцию (на акции, стоимость которых всего несколько лет назад считалась равной нулю). Пользуясь полной поддержкой с нашей стороны, 17 октября 1984 года Огилви рекомендовал Томасу Р. Мак-Миллану, судье, рассматривавшему это дело о банкротстве, поддержать предложение компании *C&NW*. 21 декабря Комиссия по торговле между штатами пятью голосами против двух постановила, что предложение компании *C&NW* не противоречит общественным интересам (одновременно Комиссия подтвердила, что предло-

читает вариант, предложенный компанией *Soo Line*), и мы уже почти поверили в свой успех. Но у компании *Soo Line* нашлись дополнительные аргументы. Ее юристы обратились к Мак-Миллану с заявлением, что высокая цена предложения компании *C&NW* приведет к тому самому разделу компании *Milwaukee Road*, возможность которого суд ранее отверг. Судья Мак-Миллан оказался очень неравнодушным к канадцам. Перед оглашением своего решения он отметил, какими преданными союзниками были канадцы во Второй мировой войне, и добавил, что если бы началась третья мировая война, США понадобились бы все друзья, которых можно привлечь на свою сторону. Могу поспорить, что заключение Мак-Миллана оказалось, поверняка, единственным судебным решением, вынесенным по делу о банкротстве компании через 40 лет после окончания Второй мировой войны, в котором вопросы национальной безопасности, относящиеся именно к этому периоду, послужили логическим обоснованием вынесенного решения. В любом случае в этот раз компания *Soo Line* из группы *Canadian Pacific* удалось одержать победу. Несмотря на замечания Мак-Миллана по поводу национальной безопасности, он, по всей вероятности, прислушался к мнению Комиссии по торговле между штатами и последовал своей собственной (точной) оценке сравнительных возможностей этих двух претендентов.

В общем нам удалось предотвратить семь попыток покушки железной дороги, а также некоторые шаги руководства железнодорожной компании, такие как выпуск дополнительного количества акций, поскольку эмиссия повредила бы интересам акционеров. В итоге наша инвестиция оказалась чрезвычайно доходной. Даже после получения 150 долл. за акцию от компании *Soo Line*, холдинговая компания оставалась владельцем ценных земельных участков. В этом деле я использовал метод,

усвоенный мной у Сая Шойера, — накапливал в компании долю, достаточно значительную для того, чтобы иметь право решающего голоса.

Другие инвесторы также наблюдали за разворачивающимися баталиями, и по ходу дела некоторые из них приобретали ценные бумаги компании *Milwaukee Road*. Один крупный инвестор, удвоивший нашу долю, был богатым бакиром, наследником семейного банковского бизнеса, основанного еще в старой Османской империи. Поскольку он извлекал выгоду из тех миллионов долларов, которые мы тратили на исследования и гонорары адвокатов, я спросил его, не желает ли он покрыть часть наших затрат. Он отказался, и я, окончательно разозлившись, сердито воскликнул: “Да, теперь я понимаю, как делают бизнес в Багдаде!”

Мы были не единственной фирмой, интересующейся компаниями-банкротами. В середине 1980-х годов было организовано несколько новых инвестиционных компаний и фондов, чьим заданием стало осуществление инвестиций в обанкротившиеся компании. А крупные фирмы, такие как *Goldman Sachs*, открыли у себя отделы, занимающиеся ценными бумагами компаний, находящихся в “затруднительном финансовом положении”.

Один из уроков, вынесенных из истории с компанией *Milwaukee Road*, — это важность понимания временного периода инвестиции. Описанные события происходили за несколько лет до того, как курсы акций и облигаций подверглись существенным колебаниям, а значит, на некоторое время инвестиция в *Milwaukee Road* стала для наших инвесторов балластом, ухудшающим показатель дохода на вложенный капитал. Подобный “негатив” может подтолкнуть к преждевременному выходу из нерспективного инвестиционного проекта — ведь всегда есть другие привлекательные возможности. Действует и феномен

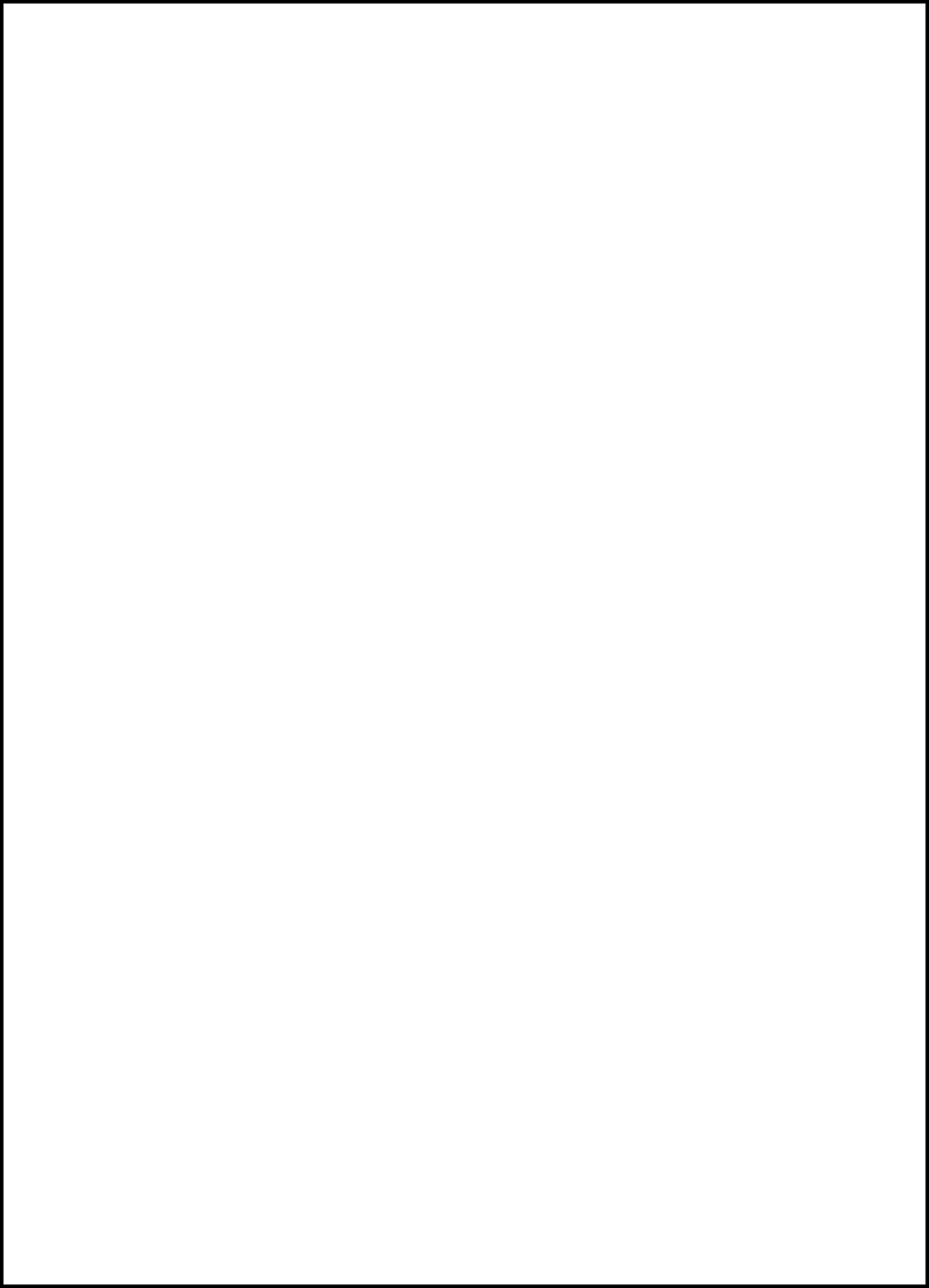
“инвесторской усталости”, которому подвержены все инвесторы, включая Джека Нэша и меня. Потратив многие годы на проведение встреч и кропотливое выяснение деталей и не видя определенного результата, многие инвесторы желают убежать и избавиться от этих проблем навсегда.

По мере того как рынок начал признавать ценность компании *Milwaukee Road*, возникла еще одна интригующая проблема. Когда курс акции возрастает в три раза, перед инвестором встает вопрос: реализовать бумаги по возросшему курсу или оставить их у себя, рассчитывая на их дальнейший потенциальный рост? Некоторые примещают консервативный подход. Когда известного финансиста Андре Мейера из компании *Lazard Freres* критиковали за то, что он слишком поспешно расстается со своими инвестициями, он отвечал: “Еще никто никогда не разорялся, удваивая свой капитал”. По-своему он прав, но с моей точки зрения правильное представление о выгоде инвестиции дает не полученный на данный момент доход, а соотношение риска и вознаграждения в каждый данный момент времени. Цена же, уплаченная за акцию, не имеет значения.

В компании *Oppenheimer* всегда были желающие “зафиксировать” доход; но иногда мы предпочитали не расставаться с инвестициями еще долго после того, как их стоимость удваивалась; и наоборот, иногда мы держались за наши вложения слишком долго, когда курс бумаг уже падал. Мы, конечно, постоянно оценивали состояние нашей инвестиции, но все то время, когда, по нашему мнению, доходы от владения акциями значительно превышали риски, мы предпочитали не расставаться с инвестицией. Кроме всего прочего, такая тактика сокращала наши налоги. И мы не продавали акции компании *Milwaukee Road* еще долгое время после того, как *Canadian Pacific* приобрела ее железную дорогу.

КРАСАВИЦА И ЧУДОВИЩЕ

Даже у хороших инвестиций бывает такой период, когда рыночные силы устанавливают стоимость акций значительно ниже или значительно выше той стоимости, которую инвестор считает справедливой; но инвестор должен в каждый момент оценивать потенциальные выгоды и опасности, а также соответствующий временной период. Этот принцип вновь возвращает нас к психологии, потому что влияние мыслей и чувств, составляющих кого-либо в какой-то момент совершать покупку или продажу, может включать в себя факторы, весьма далекие от оценки состояния компании или рынка.



Открывая истинную СТОИМОСТЬ

НАЛОГОВЫЕ КОДЕКСЫ ОТРАЖАЮТ ценности общества, поэтому отнюдь не случайно именно французы производят отличное вино, поскольку французский налоговый кодекс во все времена предоставлял преимущества производителям чудесных сортовых вин — они платили налоги по меньшей ставке, чем производители ординарных вин. Таким образом налоговый кодекс поощрял производителей улучшать качество их продукции. Мне припомнилось несметное количество примеров перетока денег из отраслей с высоким налогообложением в сферы деятельности, пользующиеся налоговыми льготами, и я пришел к выводу, что налоги играют значительную роль в определении исторического развития. Предоставьте правительству контроль над налоговым законодательством, и оно сможет изменять общество — либо целенаправленно, мудро используя систему по-

ошрeнный, либо, что более вероятно, бессистемно из-за непонимания того, как люди реагируют на налоги.

До 1990-х годов муниципальные власти Нью-Йорка облагали налогом индивидуальную предпринимательскую деятельность; свободные писатели, художники, актеры и другие творческие люди, имеющие самостоятельный заработок, особенно сильно чувствовали тяжесть этого налога как раз тогда, когда им удавалось добиться успеха. Вводя налог на доходы свыше 60 тыс. долл., городской совет следовал поистине компартийной логике. Совет не предусмотрел последствий этого шага: творческие люди стали уезжать из Нью-Йорка как раз в тот момент, когда они могли бы действительно обогатить и экономику, и жизнь города. Многие нашли возможность избежать уплаты налогов, некоторые игнорировали данное требование, а кое-кто уехал, обогатив своим творчеством другие города в ущерб Нью-Йорку. Несмотря на появлявшиеся время от времени критические материалы в *New York Times*, налог оставался в силе, доказывая еще одну важную закономерность: однажды введенный налог — необыкновенно живучее явление.

Когда дело доходит до налогов, изобретательность правительства не знает границ. Французский историк Габриэль Ардан издал двухтомное исследование «История налогов» (*Histoire de l'Impot*, 1971), описывающее роль налогообложения в истории. Мне пришлось освежить свои знания французского, полученные в школе, и, вооружившись словарем, я осилил эти два тома. Я пытался облегчить себе жизнь, предложив финансировать издание английского перевода книги, но не смог найти американского издателя, готового взяться за этот проект.

Я корпел над книгой Ардана отчасти потому, что я и Юджип Линден (мой коллега в написании этой книги) начали работу над книгой о налогах как движущей силе истории. Мы отложили этот проект в сторону, поняв, что такая работа

займет целую жизнь. Мне подумалось — пускай это будет жизнь кого-то другого. Впрочем, возможно, придет время, и какой-нибудь великий и дальновидный издатель попросит нас возвратиться к этому проекту.

С одной стороны, правительство обычно действует вполне эффективно, стремясь получить ту часть денег своих граждан, которую оно считает по справедливости ему принадлежащей. Ардап обнаружил, что собиратели налогов в Древнем Египте ожидали наибольшего половодья на Ниле и тогда проводили учет имущества граждан. Именно во время разлива Нила стада загоняли на возвышенности, и фермерам было труднее припрятать свои богатства от фараона.

С другой стороны, налоговое законодательство предоставляет бесконечные возможности для получения прибыли. Когда правительство США приняло решение, что уран является стратегическим металлом, Конгресс издал целую обойму налоговых поощрений, чтобы привлечь предпринимателей к разведке и добыче этого сырья.

Введение простого налога с фиксированной ставкой (скажем, 17% для всех налогоплательщиков) отобрало бы у правительства возможность предлагать поощрения за осуществление социально значимой деятельности. Величайшая налоговая льгота в США позволяет семьям из среднего класса вычитать из облагаемых налогом сумм процентные платежи, осуществляемые по ипотечным кредитам на приобретение жилой недвижимости. Льгота основана на представлении о том, что владение жилой недвижимостью создает более сплоченные сообщества, и поэтому такое владение следует поощрять. В глубоком практическом смысле, дом — самое ценное имущество для большинства семей; представьте себе реакцию на заявление конгрессмена, который сообщает избирателям в

своем округе, что он отменил наиболее ценный подарок, получаемый ими от правительства.

Изыятия процентных платежей из облагаемых налогом сумм имеют свой аналог в предпринимательстве. Это налоговые правила, варьирующие срок, в течение которого компания может осуществлять амортизацию своих инвестиций в производственные строения и оборудование. Амортизация — способ признания правительством того факта, что снижение стоимости данных инвестиций представляет своего рода расходы, которые предприниматели несут вследствие ведения бизнеса. Уменьшая срок, в течение которого можно производить амортизацию таких активов, государство предоставляет возможность сделать большие вычеты из облагаемых налогом сумм и таким образом поощряет предпринимателей производить затраты на новое оборудование. Отмена права на амортизационные отчисления лишила бы правительство мощного инструмента, способного стимулировать инвестиции.

Кроме того, существует еще благотворительность. Соединенные Штаты Америки очень сильно отличаются от других стран тем, что мы в большей степени передаем богатым людям контроль над искусством, образованием, наукой и другими социально значимыми сферами, которые в других государствах контролируются правительством. Эта социальная политика осуществляется с помощью снижения ставки налогообложения на суммы благотворительных пожертвований и других налоговых льгот, поощряющих американцев не только делать щедрые благотворительные взносы в течение жизни, но и жертвовать часть своего имущества на благотворительные цели после смерти. Что бы случилось с университетами, музеями, симфоническими оркестрами, театрами, группами защитников окружающей среды, больницами, медицинскими учреждениями, библиотеками (список бесконечен!), если бы пра-

ительство вздумало убрать один из главнейших стимулов благотворительной деятельности? Религиозные общины и принадлежащее им имущество также пользуются чрезвычайно существенными выгодами вследствие предоставленных им налоговых льгот. Какой политик хотел бы, чтобы эти обычно миролюбивые учреждения выступили против него?

Людей привлекает простота налога с фиксированной ставкой, но количество его сторонников быстро редает, когда избиратели подсчитывают, что такой налог будет означать для бюджета их округа. Но, наверное, главное препятствие для принятия налога с фиксированной ставкой состоит в следующем: население, и так уже скептически относящееся к истинным мотивам правительства, вряд ли поверит, что избранные им "водители" сохраняют ставку фиксированного налога на неизменном уровне, т.е. на уровне 17% (или на любом другом установленном уровне).

В 1978 году, вскоре после того, как я впервые осознал, что налоги — это движущая сила общественного развития, у меня и Юджина Липдена состоялась встреча с Уилбуром Миллзом. Миллз был в одно время очень влиятельным членом Конгресса и ведущим экспертом по налогам. 16 лет он возглавлял Бюджетный комитет Палаты представителей. Я встретился с ним как раз тогда, когда он ушел из Конгресса в связи со скандалом из-за обнародования его связи со стриптизершей по имени Фанн Фокс из вашингтонского квартала Тајдл-Бэйсин. Возможно, в подборе компаний для вечеринок Миллз проявлял неразборчивость, но его голова работала превосходно. Меня поразило его понимание политических и социальных аспектов налогообложения. Он был на все сто уверен, что лишь человек, совершенно не представляющий себе механизм принятия решений в Вашингтоне, может всерьез предлагать введение налога с фиксированной ставкой. Независимо от

уровня ставки, который будет использоваться, чтобы убедить общественность в целесообразности введения такого налога, Конгресс будет рассматривать новую пониженную ставку просто как новую точку отсчета, с которой можно начинать повышение налогов. И в самом деле, какой налогоплательщик, чью ставку налогообложения понизили с 30 до 17%, станет жаловаться, если Конгрессу понадобится чуть-чуть повысить налог до 18%, чтобы оплатить медицинское обслуживание сирот — детей погибших полицейских и участников войны? Ну, а затем в следующем году, кто станет жаловаться по поводу еще одного повышения — на четверть процента — на укрепление обороноспособности страны, перед лицом угрозы со стороны никому не известной раньше страны-изгоя, чей султан по неведомой причине стал ярким антиамериканистом и приобрел стратегические ракеты у России или Китая? И так далее.

В 1970-е годы налоги на доходы предприятий и физических лиц были чрезвычайно высоки, что подталкивало изобретательных консультантов по налогообложению к изобретению новых схем ухода от их уплаты. Из-за высоких налогов и жалкого состояния биржевой торговли у предпринимателей отсутствовал стимул к продаже компаний. Поэтому, когда я и мои коллеги по компании *Oppenheimer* узнали, что существует возможность продавать компании по высокой цене, уплачивая небольшие налоги, мы решили, что у нас появился настоящий шанс.

Первым, кто обратил наше внимание на идею о выкупе с использованием заемных средств, был Айра Хеклер — блестящий выпускник Гарвардского университета, дипломированный бухгалтер, знаток налогового законодательства. Хеклер был предпринимателем с творческой натурой. Он работал в сфере недвижимости, там выкуп с использованием заемных средств называют «выкупом с использованием ипотеки». Идея данного метода проста: покупатель приобретает компанию,

финансируя данную сделку благодаря кредиту, взятому под залог ее имущества. На практике метод значительно сложнее. Сделка должна содержать: условия, стимулирующие владельцев продать компанию; условия, стимулирующие руководство компании добиваться высокого результата деятельности; условия, обеспечивающие достаточную отдачу покупателю, способную оправдать затраченное время и усилия. На полную реализацию стоимости приобретения уходил иногда десяток лет.

В самом начале, когда идея Хеклера еще не была проработана, мы осознали ее потенциальную ценность. Мы заключили с ним соглашение, по условиям которого он должен был находить недооцененные компании, имеющие профессиональное руководство и устойчивые денежные поступления, оперирующие в стабильных секторах рынка. Из заключенных вместе сделок Хеклер получал одну треть, а компания *Oppenheimer* — две трети доходов.

Я также заметил, что при застое на рынке корпорации-конгломераты зачастую стоят значительно меньше, чем сумма составляющих их частей. Это привело меня к мысли, что лихорадочное слияние компаний, характерное для 1960-х и 1970-х годов, подходит к завершению, и мы вступаем в новый период разукрупнения.

Схема выкупа с использованием заемных средств сулила определенную выгоду каждому. Акционеры получали за акции цену, значительно превышающую тот курс, по которому шли торги этими акциями, и, что не менее важно, надежду на освобождение их доходов от уплаты налогов. Выручка от продажи компании поступала во взаимный фонд, осуществляющий инвестиции в муниципальные облигации. Таким образом, чтобы реализовать свои доходы, акционерам продаваемой компании необходимо было проявить терпение и стратегическую дальновидность: уплата налога на капитальный доход откладыва-

лась на более поздний срок, выплаты же по муниципальным облигациям были вообще освобождены от уплаты налогов.

Мы предлагали руководству компаний 20% будущих доходов, включали их в компаньоны-соучредители и предоставляли им право руководить компанией на протяжении 10–15 лет, нейтрализуя таким образом потешциальное недоверие и сопротивление с их стороны. Последняя уступка была нашей главной ошибкой. Нам казалось, что если мы разделим с руководством компаний заинтересованность в достижении результата, сделка окажется успешной для нас всех. Как серьезно мы ошибались! Теперь уже очевидно, что подписание контрактов с руководством оказалось плохой идеей, хотя бы потому, что в результате мы не имели возможности никого уволить. (Похожую ошибку совсем недавно совершили некоторые директора компаний, ошибочно предположившие, что опционы на покупку акций приведут к единству интересов их самих и их менеджеров. Любой человек, интересующийся финансовыми новостями, знает, что это предположение оказалось неверным.)

Первой компанией, которую мы купили, была компания *Big Bear Stores* — сеть супермаркетов на среднем Западе. Мы приобрели ее в 1975 году за 35 млн. долл. Мы перевели учет запасов компании на систему LIFO¹, благодаря чему возросли наши затраты и компания получила право на крупное возмещение налогов, уплаченных в предыдущие годы. (Впрочем, налоговое ведомство США все-таки получило “свою долю” позже, во время продажи по рыночным ценам товарных запасов компании.)

Новая, реструктуризированная компания *Big Bear* оказалась вполне прибыльной. Через 14 лет после того, как мы

¹ LIFO — система учета запасов, при которой товар, попадающий на склад последним, в первую очередь выдается со склада в производство (торговлю и т.п.). — Прим. ред.

впервые подумали о покупке компании, она была продана нами компании *Pen Traffic*. Поскольку подавляющую часть денег для покупки компании *Big Bear* составляли заемные средства, полученный нами доход на вложенный капитал был чрезвычайно высок — приблизительно 100 к 1. Благодаря тому, что мы потратили очень мало собственных средств, те средства, которые мы инвестировали в сделку, стали как бы “ордером” на зарабатывание денег. Любому агенту по недвижимости известно, что тактика привлечения значительных заемных средств по методу, не предусматривающему личной ответственности, если она срывается, всегда предоставляет реальную возможность для обогащения. Если же она не срывается, покупатели теряют только вложенные средства.

Задолго до того, как мы реализовали прибыль по компании *Big Bear*, мы уже знали, что модель выкупа с использованием заемных средств очень хорошо подходит под нашу комбинацию характеров и способностей. Айра Хеклер любил заключать сделки, но совершенно не интересовался последующими вопросами управления компанией. Но выкуп с использованием заемных средств — это вид инвестиций, требующий такой же (а в некоторых случаях даже большей) работы после заключения сделки, что обусловлено необходимостью управления деятельностью компаний.

Возглавлял компании, обеспечивая надлежащее управление ими, Джек Пэш. Я также принимал участие в этой работе. Я стал членом Правления компании *Big Bear* и участвовал в управлении ею. Впрочем, в том уголке города Коламбус, штат Огайо, где располагалась штаб-квартира компании, я все это время появлялся ровно столько, сколько мне этого хотелось.

Но не все операции по выкупу с использованием заемных средств были столь удачны, как выкуп компании *Big Bear*. Супермаркеты — бизнес с очень жесткой конкуренцией, и мы

не смогли повторить наш успех при приобретении других сетей супермаркетов.

В вопросах реализации инвестиционного дохода я проявлял терпение и стратегическое видение задачи. Десятилетнее ожидание, приносящее стократное увеличение вложенных средств, казалось мне разумной затратой времени. Джек Нэш ориентировался на значительно меньшие сроки, но поддерживал мои идеи, если мне удавалось их убедительно обосновать. Кроме того, мы использовали профессиональные знания такого талантливого специалиста по налоговой юриспруденции, как Марлин Рабинович. Он поначалу консультировал нас в качестве сотрудника компании *Weil, Gotshal & Manges*. Затем, видя, как умело мы извлекаем прибыль, пользуясь его советами, сделал мудрый выбор — присоединился к нам в качестве бизнес-компаньона.

После компании *Big Bear Stores* сделки посыпались как из рога изобилия. В некоторых случаях мы работали с известными на потребительском рынке товарными марками, такими как *Havatampa Cigar*; были и менее известные фирмы. Среди фирм, с которыми мы работали, были текстильные компании *Shirley* из Атланты и *J.P. Stevens*; производители женской одежды *Leslie Fay* и *Don Kenney*; *Reliable Stores* (сеть магазинов, торгующих мебелью и ювелирными изделиями); сеть дисконтных супермаркетов *Caldor's*. Не все инвестиции были успешны; многие из компаний, которые мы продали, спустя несколько лет потерпели неудачу.

Через определенное время правительство отменило некоторые из оппортунистических мер, сделавших выкупы с использованием заемных средств столь привлекательными. Одной из первых утраченных привилегий стала норма, разрешающая освобождать доходы от налогообложения созданием взаимного фонда, осуществляющего инвестиции в муниципальные

облигации. Впрочем, к тому времени выкупленные фирмы уже стали жить своей собственной жизнью.

Еще когда мы только искали способы реализации стоимости недооцененных компаний, я начал задумываться о том, что следует освободить себя и своих партнеров от ежедневных обязанностей по текущему управлению быстрорастущей компанией. В 1977 году в компании *Oppenheimer* работали свыше тысячи сотрудников, у нее имелось процветающее отделение по предоставлению брокерских услуг и быстрорастущий фонд *Oppenheimer Funds*. Такое положение давило на нас и не давало возможности оперативно реагировать по сделкам, осуществляемым с частными компаниями², таким как операции по выкупу с использованием заемных средств.

Постоянно существовала опасность, что из-за наших сделок с частными компаниями мы наживем врагов, которые выместят свою злость на отделении компании *Oppenheimer*, оказывающем брокерские услуги. Кроме того, много сил отнимали вопросы по общему руководству компанией, а эти силы могли бы пригодиться нам для заключения новых сделок. Чтобы осуществить запланированные выкупы компаний, нам нужен был стабильный источник капитала. И наконец, чем больше расширялась компания, тем яснее нам становилось, что модель товарищества, по которой была образована *Oppenheimer*, подвергала наших полных компаньонов опасности того, что им придется нести неограниченную ответственность в случае, если кто-то совершит очень грубую ошибку.

Нам нужно было отделить ту часть компании *Oppenheimer*, которая занималась сделками, от других ее отделений, — и чтобы высвободить капитал для сделок с частными компаниями, и

Имеются в виду компании, по акциям которых не проводятся публичные торги на биржах — Прим ред.

чтобы предотвратить перенесение ущерба с одного отделения компании на другое в любом из направлений. Для осуществления задуманного нам нужен был новый компаньон, готовый предоставить субординированный заем в обмен на "большой кусок" той части компании *Oppenheimer*, которая занималась операциями с частными фирмами. Идея состояла в том, чтобы образовать холдинговую компанию-товарищество, владеющую акциями управляющей компании, фонда *Oppenheimer Funds* и других отделений.

Изучив рыночные возможности получения такого капитала, я решил, что лучше всего его искать в Европе, где несколько инвестиционных компаний искали возможность увеличить свое присутствие на огромном и динамично развивающемся рынке США. В итоге мы нашли партнеров в Соединенном Королевстве — инвестиционную компанию *Electra Trust*, которой руководил Майкл Стоддардт.

Получение займа от нового компаньона было лишь частью дела, еще предстояло убедить остальных компаньонов обменять их долю в товариществе на акции новой компании. И вновь участие Джека Нэша стало решающим фактором для будущего компании. Ему удалось убедить скептически настроенных компаньонов в преимуществах новой структуры компании — я никогда бы не справился с этой важной задачей.

После реорганизации компании нам стало легче привлекать к участию в ней партнеров с ограниченной ответственностью, а значит, при поиске сделок мы могли вести себя более агрессивно. Время для изменения структуры компании мы выбрали удачно: рынок быстро менялся, суммы сделок увеличивались, и на Уолл-Стрит заинтересовались сделками по выкупу компании, учитывая возможность получения по ним потенциально высокой прибыли.

Никто не знает, что ждет его впереди, за поворотом, пока не пройдет этот поворот. Изменения, происходящие в нашей компании, не только помогли мне сосредоточиться на заключении сделок, — они заставили меня задуматься, как я использую и провожу свой день. Еще одним непрямым следствием реорганизации стало следующее: компания *Oppenheimer* теперь имела структуру, позволяющую рассматривать вопрос о продаже ее целиком или какой-то ее части.

На протяжении нескольких следующих лет события развились таким образом, что я и Джек (а также другие старшие компаньоны) все серьезнее рассматривали эту возможность. Я чувствовал большую привязанность к компании, которую помогал создавать почти с момента ее образования, но я всегда старался не обременять себя лишними обязанностями. И я, и Джек предпочитали быть руководителями, а не исполнителями, и продажа *Oppenheimer* дала бы нам возможность посвящать свою энергию сделкам и поиску благоприятных возможностей на рынке.

Рынок и сам создавал благоприятные возможности для продажи *Oppenheimer*. Интерес к американскому рынку со стороны иностранных компаний продолжал расти, и многие из них инвестировали средства в такие фирмы, как *Drexel Burnham Lambert*, *First Boston* и *Donaldson, Lufkin & Jenrette*. Иностранному покупателю, вероятно, согласился бы хорошо доплатить, чтобы получить такую компанию, как *Oppenheimer*, имеющую первоклассный департамент исследований рынка, показывающие хороший результат взаимные фонды и налаженный брокерский бизнес. Компания же *Oppenheimer* в результате продажи иностранному партнеру увеличила бы свое проникновение на иностранные рынки.

Когда в 1981 году мы решили продать компанию, я первым делом обратился к Джейкобу Ротшильду. Я представлял себе

выражение удовлетворения на лице своего покойного деда-переселенца из Польши. Что-то, а фамилию “Ротшильд” он бы узнал! Но Джейкоб не согласился, и с помощью Майкла Стодардта мы наконец нашли, как нам казалось, хороших покупателей в лице *London's Mercantile House* — международной компании, предоставляющей финансовые услуги. Руководил компанией язвительный бизнесмен по имени Джон Баркпир.

В результате сделки компания *Mercantile* получала все и всех, кроме Джека, меня и других компаньонов, которые занимались корпоративными финансами. Мы обрели свободу и, будучи “вооруженными до зубов”, могли начинать свой бизнес заново. Компании *Mercantile* продажа открывала большие перспективы с момента ее реорганизации в закрытую компанию и 1982 году — как раз с того времени, когда начался самый продолжительный в истории период подъема на рынке. Тот факт, что компания *Oppenheimer*, к тому времени уже известная благодаря заключенным ею сделкам, объявила о своей продаже, привлек внимание прессы. В *New York Times* вышла статья под заголовком “Крупная сделка компании *Oppenheimer* — продажа самой компании *Oppenheimer*”. Продажа порадовала всех, кроме моей тещи, позвонившей моей жене в день выхода по мере *Times* с этой статьей и спросившей, что же я собираюсь теперь делать, оставшись без работы.

Такая выгодная продажа (по цене в 162 млн. долл., что в 3,4 раза превышало балансовую стоимость компании) была ограничена лишь одним инцидентом. В качестве агента по продаже компании *Oppenheimer* мы наняли компанию *Lazard Freres*. В процессе осуществления продажи сотрудники компании *Lazard* проявили должную старательность и, пользуясь благоприятной возможностью изучить деятельность нашей компании изнутри, начали переманивать к себе некоторых из наших самых лучших и наиболее талантливых сотрудников. Мне эти

показалось возмутительным нарушением профессиональной этики. Я также чувствовал свои обязанности по отношению к компании *Mercantile*. Я должен был предоставить в их распоряжение все то, за что они заплатили. Поэтому я пожелал встретиться с Феликсом Рохатином, одним из старших компаньонов компании *Lazard* в Нью-Йорке, чтобы добиться от его коллег прекращения этой "агрессии".

Мы встретились в офисе компании *Oppenheimer* на углу Мэдисон Авеню и 47-й улицы. Среди людей, сопровождавших меня, был мой компаньон и тогдашний президент компании *Oppenheimer* Стив Роберт. Стив собирался оставаться в компании после ее продажи, и поэтому был главной жертвой "проделок" сотрудников компании *Lazard*. Во время нашего разговора Рохатин попытался возразить на наше неодобрение: "Послушайте, так мы ни о чем не договоримся. Мы все пережили развод, не так ли? Ну, так вот, здесь, как и в любом бракоразводном процессе, существуют разные стороны". В этот момент вмешался Стив и сказал: "Вы правы, это похоже на развод, но на развод, в котором ваш адвокат спит с вашей женой".

Союз компаний *Oppenheimer* и *Mercantile* не окончился разводом, но он не стал и "счастливым браком". В течение первого года *Oppenheimer* получила рекордную прибыль, но *Mercantile* не умела должным образом управлять объединенной компанией и испытывала значительное конкурентное давление со стороны других финансовых гигантов. В 1990 году компания *Mercantile* обанкротилась. Стив Роберт и еще один бывший компаньон Нейт Ганчер купили компанию *Oppenheimer*, отменно руководили ею, а через несколько лет продали ее банку *Canadian Industrial Bank of Commerce*. Последний оказался очень бюрократизированным учреждением, отчего Стив заметил: "По-моему, Канада -- это страна, населенная одними

вице-президентами". Затем Стив и Пейт продали фонд *Oppenheimer Funds* компании *Mass Mutual*. Сейчас Стив уделяет много времени преподавательской работе в качестве ректора Университета Браун, а Пейт является Председателем совета Университета Тафтс.

Я и Джек создали хеджинговый фонд под названием *Odyssey Partners*. В отличие от многих хеджинговых фондов, которые занимаются специализированными видами инвестирования, мы не устанавливали заранее никаких ограничений на сферу наших инвестиций. Да и зачем, собственно, отказываться от существующих возможностей?

Насчитывается немало других компаний, объединивших в своей деятельности сделки по активам частных компаний и управление хеджинговым фондом. Каким бы неуклюжим не казалось такое объединение, в нашем случае оно было чрезвычайно успешным. За 14-летнюю историю существования компании *Odyssey* среднегодовой доход по инвестициям составил 28%.

Что касается деятельности компании *Odyssey* в плане сделок с ценными бумагами частных компаний, то мы продолжали исследовать возможности получения прибыли путем разукрупнения объединений компаний. Лично я выступал против враждебных поглощений и нечистой логики борьбы за получение контроля над компанией. Я всегда полагал, что легче всего работать в команде, где все "гребут в одном направлении". Но проблема состояла в том, что некоторые конгломераты, которые мы рассматривали в качестве возможных кандидатов на разукрупнение, были просто слишком большими для непосредственного выкупа с использованием заемных средств (по крайней мере в 1982 году, до появления "бросовых облигаций").

Мы нашли альтернативу выкупам и сражениям за получение контроля над компаниями. Тодд Лонг, наш юрист и кон-

сультант с 1960-х годов, предложил, чтобы мы испробовали метод “предложения-рекомспдации” (*precatory proposal*). Предложение-рекомспдация — это предложение компании предпринять определенные действия; для его принятия компания должна вынести предложение на рассмотрение акционеров. Компания имела право игнорировать такую рекомспдацию, но эта тактика была неразумной в случае, если предложение поддерживалось большинством акционеров. Впрочем, предложения-рекомспдации не смогли уменьшить раздражение руководителей компаний — кандидатов на разукрупнение.

Наш отдел исследований рынка предложил провести анализ компаний, выставленных на продажу по очень низкой по сравнению со стоимостью их активов цене. Так мы столкнулись с компанией *Trans World Corporation (TWC)*, владеющей авиакомпаниями *TWA*, сетью гостиниц *Hilton International*, агентством по недвижимости *Century 21* и другими мало связанными друг с другом предприятиями. Имя председателя Эда Смарт¹, по мнению акционеров компании *TWC*, не соответствовало действительности. Чем дольше мы рассматривали это объединение, тем “аппетитней” оно нам казалось. Из-за того, что во время глубокого экономического спада 1981–1982 годов авиалинии переживали тяжелые времена, акции компании *TWC* были очень ощутимо недооценены. Фактическая рыночная капитализация всего объединения составляла около 500 млн. долл., т.е. меньше, чем стоимость его составной части — сети гостиниц *Hilton International*. Контрольным пакетом акций *TWC* не владел ни один крупный инвестор, но в общем итоге различные институциональные инвесторы имели 35% акций, находящихся в обращении. Это означало, что нам не нужно было отыскивать акционеров во всех уголках Земно-

¹ “Smart” по-английски означает “умный”, “мысленный”. — Прим. ред.

го шара. У компании *TWC* был очень незначительный долг, а все ее пять отделений работали операционно и финансово независимо, что облегчало оценку их стоимости и сам процесс разукрупнения.

Еще до создания компании *Odyssey* мы начали поиск компаньонов для осуществления инвестиций в компанию *TWC*, а ее руководству высказали "предположение", что отделения компании стоят больше, чем она сама как единое целое. 13 августа, в день, когда я получил телеграмму, сообщающую об окончательном решении о продаже, заключенном между компаниями *Oppenheimer* и *Mercantile House*, я обедал со своей женой и сэром Зигмундом Варбургом в ресторане, расположенном над озером Женева в городе Вевё, Швейцария. Мой собеседник очень увлекся идеей разукрупнения компании *TWC* и вскоре вступил в инвестиционное товарищество, созданное нами с целью раздела компании, а также привлек в него французский банк *Paribas*.

Подготавливая предложение-рекомендацию (на основе исчерпывающей оценки компании, произведенной консалтинговой фирмой *Booz Allen & Hamilton*), мы старались все держать в секрете. Мы боялись, что наши мотивы могут быть неверно истолкованы, а руководство компании создаст по отношению к нам атмосферу враждебности.

Естественно, именно так и случилось, о чем меня и предупредил Джек Нэйп; но тогда я убедил его продолжить работу. Сведения каким-то образом просочились, и *TWC* наняла компанию *Goldman Sachs*, чтобы та расстроила наши планы. Они также наняли адвокатскую фирму *Wachtell Lipton Rosen & Katz*, прославившуюся своим умением вести такие дела.

Реагируя на изменившуюся ситуацию, мы заполнили формы, предусмотренные Комиссией по ценным бумагам и биржам для акционеров, приобретающих свыше 5% акций компании.

Мы открыто заявили, что не намерены добиваться контроля над компанией *TWC*. Вдобавок к этому мы ликвидировали товарищество, созданное нами для осуществления инвестиций в компанию *TWC*, и таким образом предоставили нашим инвесторам возможность принимать собственные решения.

Ни один из наших "успокоительных" жестов не возымел ни малейшего воздействия на руководство, особенно на Эда Смарта. В этом деле я допустил одну из своих крупных ошибок, недооценив, насколько руководство компании было уверено в том, что, владея компанией, не обязательно предпринимать действия, лучше всего отвечающие интересам акционеров. Любой человек, следивший за крахом компании *Enron*, удивился бы, как можно было быть таким наивным. Первой же публичной реакцией компании *TWC* на наши шаги стало издание пресс-релиза, советовавшего компании *Odyssey* "поискать удачи где-нибудь в другом месте".

Более того, руководство *TWC* имело в своем распоряжении арсенал средств, недоступных для менее крупных компаний, — сеть связей и общих интересов с членами правлений и высшими руководителями многих других крупных компаний. В то время как мы тратили собственные деньги, компания *TWC* могла безнаказанно тратить деньги своих акционеров. Расходуя около 5 млрд. долл. в год, она являлась важным клиентом многих других фирм. Ее директора были членами в целом 40 советов правлений. Через эту сеть связей *TWC* начала оказывать давление на компании, чьи пенсионные фонды составляли рабочий капитал многих из тех институциональных инвесторов, чьей поддержкой мы пытались заручиться. Компания *TWC* дала нам бой и на множестве других фронтов — гаская нас в суд, устраивая направленную против нас кампанию в *Wall Street Journal* и *New York Times*. Она "пробила" решение о крупных денежных выплатах руководителям со-

ставляющих ее компаний в случае слияния в одну компанию и изменила уставные положения, ограничив влияние акционеров на формирование корпоративной политики.

Предпринятые *TWC* действия должны были со всей очевидностью продемонстрировать держателям ее акций, что у руководства совершенно иные приоритеты, чем обеспечение интересов акционеров. Однако многие из них сами были втайне заинтересованы в сохранении целостности *TWC* — из-за директорских должностей, льгот (например, бесплатных авиабилетов), дополнительного бизнеса по управлению пенсионными фондами отделенной компании; к тому же против раздела компании активно выступали профсоюзы. Поддавшись давлению, одни учреждения, пообещавшие проголосовать за раздел компании, перешли на сторону противника, а другие воздержались от голосования. Когда дело дошло до голосования, наше предложение получило поддержку в 6,8 млн. акций; позиция руководства собрала 13,8 млн. Вот вам результат моей попытки дать руководству компании дружественную и вежливую рекомендацию, которая принесла бы пользу акционерам компании!

Возвращаясь к тем событиям, я понимаю, что не должен был браться за руководство этим делом. Идея предложения-рекомендации оказалась несостоятельной. Несомненно, нам пужно было стремиться к получению полного контроля над компанией. В происшедшем могу винить только себя — я не хотел делать плохую рекламу нашей компании. Когда я искал поддержку у менеджеров инвестиционных компаний и фондов, они всегда спрашивали: «Если вас ожидает неудача, делаете ли вы еще одну попытку в следующем году?» Я всегда отвечал «да» с оговорками. А нужно было говорить: «Можете не сомневаться, что да! Если же нас опять ожидает неудача, мы будем повторять попытки, пока не добьемся своего!»

В довершение к этой истории обнаружилась одна комическая подробность. На протяжении всего противостояния фирма *Goldman Sachs* неуклонно утверждала, что *TWC* имеет большую ценность как единое целое, а не в разделенном виде. Затем выяснилось, что компания *Goldman* готова отстаивать две точки зрения по данному вопросу! Еще до заключения договоренности о защите интересов *TWC* компания *Goldman* посоветовала нескольким учреждениям сделать инвестиции в *TWC* в связи с ее потенциально высокой стоимостью в случае разукрупнения. Более того, в октябре 1982 года, как раз в то время, когда мы создавали группу инвесторов для реализации этой стоимости, компания *Goldman* опубликовала результаты своего исследования, в которых утверждалось: "По отдельности активы компании *Trans World* (не считая активов авиалиний) стоят больше, чем общая рыночная стоимость акций корпорации". Как только компания *Goldman* преуспела в провале нашего предложения, обвалился и курс акций *TWC*, что обошлось нам — а также клиентам компании *Goldman*, последовавшим рекомендациям, содержащимся в исследовании, — в круглую сумму денег. (Это подыгрывание "и вашим, и нашим" стало предзнаменованием событий следующего десятилетия, которые с поразительной ясностью показали, чьи интересы в действительности представляют инвестиционные банки.)

Через несколько лет, когда компания *TWC* оказалась в еще более затруднительном финансовом положении, Карлу Икану удалось-таки приобрести ее. Он безжалостно сократил количество работающих и так энергично урезал расходы (на некоторое время отменив регулярную уборку самолетов), что у клиентов появились сомнения относительно безопасности авиалиний.

Тем временем объем операций по приобретениям с использованием заемных средств продолжал бурно расти. В 1980-е

годы суммы сделок стали еще значительнее, и для финансирования сделок фирмы создавали консорциумы. Тогда, в конце 1970-х годов, Майкл Милкен из компании *Drexel Burnham Lambert* начал исследовать потенциал использования "бросовых" облигаций — нововведения, значительно расширившего возможности осуществления поглощений. "Бросовые" облигации — обеспеченные долговые обязательства, обслуживаемые денежными поступлениями компании. Для привлечения покупателей по ним выплачивались очень высокие проценты; таким образом привлекались средства для финансирования поглощений. С появлением "бросовых" облигаций все те, кто мог издавать "бросовые" ценные бумаги и осуществлять с ними операции, занялись скупкой компаний.

Впрочем — как обнаруживают для себя сегодня держатели "бросовых" облигаций — преимущества в вознаграждении, обеспечиваемые выплатой высоких процентов, зачастую омрачены значительным риском. Риск кроется в слове "необеспеченные". Если денежные поступления компании недостаточны для обслуживания выплат, обеспечение "бросовых" облигаций — пустые разговоры; разве что можно еще смутно надеяться на действенность угрозы держателям обеспеченных облигаций с правом преимущественного удовлетворения, что невыполнение обязательств по "бросовым" облигациям повредит также и им.

Милкен, как и все остальные, знал о рискованности "бросовых" облигаций, что стало ясно по действиям, предпринятым им для обеспечения размещения их выпуска. Вместе со своими коллегами он настоятельно рекомендовал компаниям, издающим "бросовые" ценные бумаги, покупать другие бумаги, выпущенные его фирмой. Однако, не полагаясь на волю случая, он предлагал брокерам, соглашавшимся продавать выпуск "бросовых" бумаг, различные warrants, в определенных

ОТКРЫВАЯ ИСТИННУЮ СТОИМОСТЬ

момент будущего обратимые в акции. Поскольку варранты не имели совершенно никакого отношения к продаваемому выпуску и доставались лишь тем, кто занимался "бросовыми" облигациями, мне они казались чем-то большим, чем подкуп.

Несмотря на злоупотребления Майкла Милкена и других "десятелей", "бросовые" облигации нельзя считать чем-то плохим по своей сути. То же можно сказать и о выкупе с использованием заемных средств, об использовании опционов в качестве поощрения и о других финансовых нововведениях, которые применяют и которыми злоупотребляют в последние годы. Вопрос в том, как они применяются и с какой целью.

Вот вам и эффективный рынок!

УЖЕ НА СКЛОНЕ ЛЕТ я наконец нашел время прочитать великий роман XIX века "Война и мир". Судя по всему, Толстой очень тщательно собирал материал для своего шедевра. Он посещал поля сражений и разговаривал с солдатами, участвовавшими в войне с Наполеоном. Из этих разговоров он убедился, что генералы, составлявшие планы сражений, в действительности толком не знали, что происходит в дыму сражения. Позже генералы совещались и решали, что же все-таки произошло. Они, скорее всего, слегка приукрашивали факты и отбрасывали обнаруживающиеся нелестные для них подробности. И вот такой пересказ, сделанный "задним числом", и превращался в официальную версию военной кампании. И все было бы чудесно, если бы не одна мелочь — официальная версия сражения может быть весьма далека от реальности, и как таковая она служит никудышным ориентиром для генералов,

готовящих следующие кампании. Подобное явление мы наблюдаем и на финансовом рынке.

Рассмотрим, например, крах фонда *Long-Term Capital Management (LTCM)*. Любой, пусть даже поверхностно интересующийся финансами человек, сможет вспомнить подолгий взлет и оглушительное падение этого гигантского хеджингового фонда, случившееся осенью 1998 года.

Мы прекратили деятельность компании *Odyssey Partners* годом раньше, и я наслаждался возможностью быть зрителем, а не участником этой драмы. Как и генералы, о которых писал Толстой, главные действующие лица этой неудавшейся финансовой затеи, несмотря на пережитый ими большой кризис, так и не смогли усвоить главный урок из своей неудачи, а именно: “нестыковка” основных предположений, лежащих в основе их стратегии, с действительностью. Более того, и в описанных Толстым событиях, и в событиях на финансовом рынке решающую роль сыграли непредвиденные человеческие факторы, сведшие к нулю все тщательно разработанные планы.

Как и пароход “Титаник”, фонд *LTCM* казался непотопляемым. Наличие именитых трейдеров и взят на вооружение подход к рынку, разработанный узкими профессионалами — лауреатами Нобелевской премии в области экономики, фонд *LTCM* привлек на свою сторону многочисленных сторонников, в том числе и наиболее умудренных опытом “старожилов” Уолл Стрит. Да и в самом деле, кто смог бы найти лучшее применение на рынке различным видам опционов, если не Майрон Шоулз и Ричард Мертон, которые всего за год до краха *LTCM* получили Нобелевскую премию по экономике за разработку методики оценки деривативов — тех самых финансовых инструментов, в которые хеджинговый фонд осуществлял инвестиции? Всех руководителей хеджингового фонда родили

колоссальная самоуверенность и вера в эффективность и рациональность рынка.

Поначалу казалось, что «финансовые гении» фонда *LTCM* на самом деле папили философский камень. Фонд зарабатывал погрязающие суммы. Доллар, вложенный в 1994 году, всего лишь за два года вырос до 2,40 доллара. Крупные банки бурно изъявляли готовность инвестировать в фонд, но Джон Меривезер и его компаньоны поступили расчетливо и, проявив характер, отказались от предложенных миллиардов. Они решили обходиться минимальным количеством средств, необходимым для проведения своих операций, рассудив, что чем меньше сумма вложенного ими капитала, тем выше будет показатель дохода на вложенный капитал.

Компаньоны действовали настолько правильно, что вся эта история приобретает поистине трагический оттенок. Руководители фонда ограничили приток стороннего капитала. Многие из них вложили в него все свои накопленные средства. Эта готовность самостоятельно идти на риск характеризует их с весьма привлекательной стороны по сравнению со многими шреками с Уолл-Стрит.

Фонд *LTCM* стал жертвой не жадности или коррупции, а жертвой гордыни. Гордыня ослепила их и не позволила увидеть явные признаки того, что их замысловатая стратегия, ворячая сотнями миллиардов долларов, основывается на неверных предположениях о поведении рынка.

Стратегия фонда *LTCM* состояла в обнаружении случаев неэффективного цепообразования на рынках различных опционов, используемых компаниями, банками и другими крупными финансовыми учреждениями с целью снижения своих рыночных рисков. В предыдущие годы на Уолл-Стрит было введено несколько видов опционов (опционы «колл», опционы «пут», сьюны процентных ставок), разрешающих не склонным к риску

инвесторам продавать свои потенциальные доходы или сокращать свои потенциальные потери на рынках валют, облигаций и акций. Крупная компания, такая как, например, *IBM*, может ограничить или застраховать свои риски на валютном рынке, продав кому-либо возможность получить доход от непредвиденных колебаний любых из ее позиций в иенах, евро или фунтах. Рассчитав риски и выгоды каждого конкретного опциона, разнообразные участники рынка решают, сколько они готовы заплатить, и "невидимая рука" рынка установит цены на эти производные инструменты или, как их еще называют, деривативы ("derivatives", потому что они "производны" — "derived" — от других финансовых инструментов).

По мере распространения данных финансовых инструментов иногда возникало несоответствие цен на практически одинаковые опционы. В таких условиях ловкий трейдер мог продавать переоцененные ценные бумаги или опционы, приобретать их недооцененные "близнецы" и зарабатывать деньги в течение того периода, пока время и рыночные механизмы не устроят это несоответствие. Такая стратегия называется "арбитраж", и подобные сделки считаются практически лишенными риска. Более того, арбитраж сам по себе помогает устранить выявленную неэффективность рынка (продажа переоцененных опционов способствует снижению их цены, а покупка недооцененных подталкивает их цены вверх). Поэтому практику арбитража часто защищают, утверждая, что она обеспечивает механизм поддержания равновесия, обпаруживая и устраняя немотивированные отклонения цен на рынке. (Интересно отметить, что финансисты, получающие прибыль от какой-либо выгодной рыночной стратегии, всегда считают ее благом для общества, — насколько бы очевидно данная стратегия не была движима чувством жадности.)

ВОТ ВАМ И ЭФФЕКТИВНЫЙ РЫНОК!

Но весь подвох кроется в том, что часто ценовые различия, используемые последователями тактики арбитража, очень незначительны: по одной из сделок фонда *LTCM* сумма выигрыша в цене по облигации, которую было чуть легче продать, чем ее аналог, составляла 0,3%, или приблизительно 1/300 часть стоимости облигации. Чтобы реализовать какую-нибудь значимую прибыль по этой сделке, стороннику арбитражной тактики потребовалось бы купить огромное количество облигаций, и даже в этих условиях сделка могла бы стать прибыльной только в случае, если он может занять большую часть требуемых денег. Например, имея возможность занять 90% требуемой суммы, можно купить в девять раз большее количество облигаций и реализовать приблизительно 2,7%-ный доход на вложенные средства; 99%-ная маржа обеспечила бы 27%-ную прибыль.

Фонд *LTCM* добивался еще лучших результатов. Их стратегии, как постоянные гении риск-менеджмента, довели замысловатые методы уравнивания рисков и их нейтрализации до такого совершенства, что им удавалось брать в ссуду необходимые им суммы практически полностью. Если для осуществления сделки требовалось предоставить дополнительное обеспечение, его предоставляли. Но как только этот залог можно было освободить для осуществления другой сделки, его опять "перебрасывали". В момент своего "расцвета" фонд располагал капиталом в 4,72 млрд. долл., который служил обеспечением облигаций на сумму 125 млрд. долл. Кроме того, фонд *LTCM* контролировал портфель деривативов на сумму 1,25 трлн. долл. Все это предприятие сильно напоминало акробатический номер китайского цирка, в котором несколько акробатов сохраняют шаткое равновесие, балансируя на плечах здоровяка, резво вращающего педали велосипеда.

Фонду LTCM удавалось убеждать своих банкиров и компаньонов финансировать такой чудовищный долг, потому что риск каждой операции был якобы покрыт обеспечением или каким-то образом нейтрализован с помощью других сделок, противоположных по своему характеру. Пока колебания рыночных курсов оставались в определенных пределах, сложная пирамида в 600 тыс. различных позиций, выстроенная фондом LTCM, давала его инвесторам прибыль сверх нормы. Более того, если бы публику, вложившую средства в LTCM, устраивали меньшие доходы, то августовского обвала 1998 года могло и не произойти. Но Дж. Меривезер, М. Шоулз и Р. Мертон были настолько уверены в своих формулах и в своей оценке риска, что они с легким сердцем подталкивали свое дело к пределу его возможностей, — почти провоцируя рынок на то, чтоб он доказал их неправоту. Агрессивная тактика фонда LTCM и стала, в конечном итоге, испытанием на обоснованность тех предположений, на фундаменте которых фонд строил свое волшебное 12,5-триллионное королевство финансовых сделок.

Управляющие фонда проявили настоящее безрассудство, привлекая чрезмерные суммы заемных средств. В результате безрисковая стратегия, как будто под гигантским увеличительным стеклом, превратилась в очень рискованную игру с рыночной стихией. И опять-таки, причиной гибели фонда LTCM стали несоответствия между реалиями рынка и той абстрактной моделью, на основе которой фонд строил свою стратегию. При тысячекратном увеличении незначительные несоответствия оказались настоящими монстрами. В искаженном, переполненном заемными средствами мире фонда LTCM существова, которые для обеспеченной средствами компании представляли не большую опасность, чем ящерицы, превратились в настоящих динозавров.

Фонд *LTCM* основывал свою стратегию на теории эффективного рынка, согласно которой цены на рынке в любой конкретный момент времени отображают всю имеющуюся информацию о какой-либо акции или облигации. Если вдруг ценовые колебания дадут сбой, то обычные рыночные механизмы быстро восстановят равновесие. Такая вера в эффективный рынок позволила стратегам фонда *LTCM* сделать некоторые предположения: о том, что они смогут легко продавать свои ценные бумаги (эта характеристика рынка называется ликвидностью), и о том, что рынки разных бумаг колеблются независимо друг от друга, кроме тех случаев, когда имеется какая-то существенная связь между отдельными бумагами. Более того, стратеги уделали недостаточно внимания тому влиянию, которое окажут их действия на огромный рынок валютных фьючерсов.

Вот этот последний недосмотр оказался весьма существенным. Ведь не только фонд *LTCM* проводил множество операций на рынке производных финансовых инструментов. Другие фирмы с Уолл-Стрит также занимались арбитражными операциями, и среди них было несколько компаний, явно пытавшихся следовать тактике, используемой в своих сделках *LTCM*. Часто случалось так, что последний и подобные хеджнговые фонды контролировали значительную часть выкупа определенной облигации или другого финансового инструмента.

По большому счету, управляющие фонда *LTCM* так и не смогли понять значение роли психологии на рынке или просто проигнорировали это значение, и именно отсюда — все их непонимание природы финансового рынка. И последнее, но, вполне возможно, наиболее важное — они не учли простую житейскую мудрость: есть вещи, нам неизвестные.

Вот такие иллюзии и просчеты всплыли на поверхность в конце весны и летом 1998 года, когда финансовые рынки стало лихо

радить. Хотя компания *Odyssey* была расформирована, я помогал осуществлять надзор за некоторыми неприбыльными организациями (в их числе Институт перспективных исследований, фонд Гуттенгейма, Бард-колледж и Американская Академия в Риме). Меня беспокоило, не затронут ли события на рынке эти организации. Проявляя осторожность, я решил ликвидировать пакеты "бросовых" облигаций, вложенные в некоторые из этих просектов.

Я полагал, что раз кредитный рынок понемногу охватывает паника, потери в стоимости активов коснутся всех компаний без разбору. Инвесторы бросятся покупать правительственные облигации и будут избегать любых ценных бумаг, которые покажутся им рискованными. А в дальнейшем, как только паника охватит большинство, громадное количество крупных инвесторов постараются "протиснуться" через очень маленький "выход". Поэтому я дал распоряжение нашим менеджерам как можно быстрее продать все пакеты корпоративных облигаций и вложить вырученные средства в различные ценные бумаги правительства США.

Что касается фонда *LTCM*, то в условиях искаженных папикой цен на деривативы его "генералы" внезапно обнаружили, что они находятся "в дыму сражения". И, как и в случае с армией Наполеона почти два века назад, именно Россия разбила эту финансовую громадину. (По иронии судьбы, Россия, в ее наиболее ослабленном состоянии, оказалась большей угрозой финансовому миру, чем Советский Союз в свои лучшие времена, когда он стремился к мировому господству.)

В обоих случаях решающее значение сыграла психология. Заблуждение Наполеона состояло в том, что он поверил в силу военной стратегии и недооценил роль боевого духа сторон. Его генералы не могли понять, что русский, сражающийся за свою жизнь на своей родной земле, имеет значительно более весомые мотивы, чем французский солдат, прибывший и

Парижа и мечтающий о том, как бы снова попасть на Елисейские поля. Заблуждение стратегов фонда *LTCM* состояло в том, что, видя неразбериху на рынке, они не смогли понять, что царящее там безумие в определенной степени спровоцировано их же собственными действиями.

Дело приняло серьезный оборот 19 августа 1998 года, когда Россия объявила дефолт по обслуживанию своих облигаций, а затем ввела месячный запрет на платежи местных банков по контрактам в иностранной валюте. По идее, такие события не должны были повлиять на фонд *LTCM*, поскольку его деятельность имела мало общего с ситуацией на российском рынке, да и, собственно, весь его портфель был сбалансирован и защищен от рисков. Кроме того, обедневшая и истощенная Россия не была весомым игроком на мировой финансовой сцене.

Но после решения России началась цепная реакция. Три европейских банка под давлением обстоятельств воспользовались положениями законов о банкротстве и приостановили выплаты крупному хеджинговому фонду со вполне подходящим названием *High-Risk Opportunities* ("Очень рискованные возможности". — *Прим. перев.*). Согласно утверждению Пикочаса Данбара, описавшего эти события в своей книге о фонде *LTCM* "Inventing Money" ("Изобретение денег". — *Прим. перев.*), это привело к ликвидации хеджингового фонда, что, в свою очередь, усилило изменчивость рынка. Большинство хеджинговых фондов, занимавшихся арбитражем, использовали те же методы управления рисками, что и фонд *LTCM*, а значит, при увеличении изменчивости рынка свыше ожидаемых параметров многим из них пришлось либо изыскивать дополнительные источники финансирования, либо сокращать свои портфели. Поскольку самым легким способом получения дополнительных средств была продажа наиболее "ходовых" позиций, возросшая изменчивость рынка спровоцировала цепную реак-

цию продаж -- фонды начали сбрасывать один и те же деривативы на и как уже насыщенный рынок

В условиях, когда десятки хеджинговых фондов пытались уйти с рынка, давление продаж разбалансировало цены на бумаги во всем мире. Неустойчивость цен усилила их общую изменчивость, вынудив еще большее количество фондов отказаться от дальнейшего риска и продавать бумаги, чем усугубила парящий хаос.

Рынок "ставил на место" менеджеров фонда *LTCM*, хотя они и отказывались признавать это. Рынок демонстрировал всю несостоятельность вынашиваемых ими иллюзий. Одно из предположений менеджеров фонда состояло в том, что цена отдельной ценной бумаги не зависит от цен не связанных с ней бумаг, т.е. при диверсифицированном портфеле инвестиций одну "порченное яблоко" не должно причинять вред другим. Но эта диверсификация была иллюзией! Даже если не принимать во внимание всеобщую страсть к подражанию, охватившую рынок летом 1998 года, следует отметить, что внутри самого фонда *LTCM* существовали определенные "привязки" между различными частями его портфеля. Простейший пример при возникновении у фонда проблем из-за нехватки средств он вынужден был для поддержания ликвидности продавать определенный набор разнообразных бумаг. Эти бумаги, наверное, не были связаны друг с другом во всех остальных отношениях, но они были связаны своей общей ролью в поддержании финансовой стабильности фонда *LTCM*, а также и других фондов -- его "одномышленников".

Акробатическая пирамида фонда *LTCM* зашаталась, а ее нестойкий "велосипедист" пытался путем маневров уберечь акробатов от падения на свою голову. Только в августе фонд потерял около 45% своего капитала. Аналитики по рискам фонда оценивали это событие как очень маловероятное счи-

галося, что оно может произойти лишь один раз в истории западной цивилизации. Поэтому не составляет особого труда ответить на вопрос: “Стал ли фонд *LTCM* жертвой фатального невезения или, быть может, у его менеджеров сложилось неправильное понимание самой природы риска?”

Приблизительно в то время я и моя жена Шелби попали на торжественный обед в Нью Йорке в честь двух друзей, приехавших из Лвроны. Среди присутствующих был Сэнфорд Уэйл — тогдашний главный исполнительный директор компании *Travelers*. Уэйл был необычайно встревожен, и на то были веские причины. Те же причудливые колебания кредитного рынка, которые убедили меня ликвидировать вложения в “бросовые” облигации, имевшиеся на балансе двух благотворительных фондов, стоили ему немалых денег. В огромный портфель компании *Travelers* входили бумаги *Salomon Brothers* — инвестиционной компании, которая тогда проводила значительные арбитражные операции, в некоторых отношениях схожие с операциями фонда *LTCM*. За предыдущий год Уэйл потерял, по некоторым предположениям, 200 млн долл. и уже решил ликвидировать или продавать этот портфель. Но слухи о намерениях *Travelers* разнеслись по рынку, и компания “провалила” продажу, что стоило ей еще 100 млн долл. потерь. Так вот, вначале фонд *LTCM* утверждал, что его проблемы возникли вследствие реакции инвесторов на шаг и компании *Salomon*. В тот воскресный вечер все заинтересованно обсуждали, организует ли Федеральная резервная система санацию *LTCM* и не получится ли так, что приближающийся крах гигантского хеджингового фонда подорвет стабильность мировой финансовой системы.

Горжественный обед, на который мы попали, навевал воспоминания о событиях прошлого. Одиннадцатью годами раньше, в пятницу, 16 октября 1987 года, я и Шелби были на обеде, где также присутствовали Роберт Бирбаум, президент

Нью-Йоркской фондовой биржи, и Сидни Роббинс, преподаватель финансов Колумбийского университета. Та пятница была отмечена большим падением курсов акций на рынке, и все разговоры влились о том, что может случиться в понедельник. Когда присутствующие спросили мое мнение, я пересказал им одну из своих любимых пьес "Тигр у ворот" (*Tiger at the Gates*) Жана Жироу. Ее персонажи обсуждают вопрос, можно ли предотвратить Троянскую войну. Улисс говорит, что война неизбежна, Гектор предупреждает, что ее последствия ужасны, и генерал должен приложить все усилия, чтобы не допустить этого. Как раз в тот момент, когда войну, по-видимому, удастся предотвратить, приносят весть о смерти греческого воина. За это убийство нужно отомстить, и финальные строки пьесы возвещают о том, что "Троянская война началась". По моему мнению, идея пьесы — в том, что существуют некие непредсказуемые события.

В наступивший понедельник, 19 октября, произошел обвал рынка.

В сентябре 1998 года, так же, как и в октябре 1987 года, биржа испытывала нехватку ликвидности — источника жизненной энергии рынка. Но все-таки основным фактором, определяющим ход событий, была психология. Поскольку Аргентине банкротство не грозило (но крайней мере, тогда), покупателям следовало слепить воспользоваться представившимися вследствие падения цен возможностями получить "быструю прибыль". Но так же, как и в 1987 году, покупателей не было нигде. С практической точки зрения, причины этого явления в определенной мере объяснимы: фонд *LTCM* сползал к банкротству, и никто не знал, как вынужденная ликвидация огромного портфеля его инвестиций повлияет на цены. Именно по этой причине трейдеры, занимающиеся ценными бумагами, схожими по своей природе с бумагами фонда, приостановили свои операции.

Но “отступили” также и все остальные трейдеры, из-за чего торговля на некоторых наиболее ликвидных мировых рынках была парализована.

Вполне естественно, что в периоды неуверенности люди менее склонны инвестировать, и эта, преимущественно эмоциональная, реакция оказывает громадное влияние на рынок. В обычное время торговля идет гладко также благодаря тому, что участники сделки с обеих сторон уверены: другая сторона выполнит свои обязательства. Но когда рынок лихорадит, нельзя быть уверенным в платежеспособности компании — партнера по сделке. И как только зарождаются сомнения, они начинают бурно разрастаться и очень скоро могут парализовать ваши действия. В результате беспокойство по поводу здоровья всей огромной финансовой системы делает владельцев капиталов чрезвычайно пугливыми. Покупатели не хотят выходить на рынок, а за ними “отступают” и кредиторы (компании и банки, предоставляющие кредиты).

Понимая, что без принятия каких-либо мер по восстановлению доверия к рынку мировая финансовая система будет окончательно парализована, Федеральная резервная система США создала консорциум из банков и инвестиционных компаний, который должен был поглотить фонд *LTCM*. Этот шаг снижал опасения инвесторов, что слабым мировым рынкам придется “расхлебывать” потери в случае вынужденной ликвидации активов фонда *LTCM*. Затем Федеральный резерв дважды на протяжении одного месяца понизил процентную ставку, чем дал понять, что США готовы предоставить дешевые деньги с целью “залечивания ран”.

Потери самого фонда *LTCM* составили 4,6 млрд. долл., а временные потери на мировых рынках достигли нескольких триллионов. И хотя санация предотвратила полный коллапс

мировой финансовой системы, некоторые рынки еще до сих пор не оправались от жутких событий лета 1998 года.

Какие выводы можно сделать из такого развития событий?

Первый и главный — никогда не принимать в хеджинговый фонд больше одного компаньона, ставшего Нобелевским лауреатом по экономике. В фонде *LTCM* таких было двое. Как человек, несколько лет проработавший с лауреатом Нобелевской премии — ограниченным компаньоном в нашей компании, могу утверждать: если бы наша компания следовала его советам, мы также могли бы потерять много денег.

Ситуация с фондом *LTCM* показала: рынок не достаточно эффективен для применения разработанных им моделей. Это открытие, равно как и “инахождение” курсов акций высокотехнологичных компаний, наблюдающееся в последние годы, свидетельствует о том, что теория эффективного рынка — название не совсем точное. Вместо эффективного рынка мы имеем то, что можно назвать *достаточно* эффективным рынком, т.е. рынком, который в большинстве случаев действительно отображает огромный объем информации в реалистичных ценах; однако этот же рынок может в непредвиденные моменты становиться жертвой маньякальных изменений настроения. Для сравнения представим себе театральную труппу, которая обычно играет пьесы Шекспира, но однажды вечером решает порадовать публику сценой из оперетты “Микадо”

С началом “заката” фонда *LTCM* стал меняться и характер рынка. С приближением катастрофы исчезали черты разумной, эффективной системы и возникали очертания капризного, слабоуправляемого рынка. Фонд *LTCM* походил на корабль, плавно следующий своему курсу, но постепенно захо- дящий во все более бурные воды, пока его наконец не накрыл ураган. Рынок превращался из системы, движимой естественными законами экономики, в систему, управляемую фактора-

ВОТ ВАМ И ЭФФЕКТИВНЫЙ РЫНОК!

ми эмоционального и психологического плана. Что ж, если психоз может охватывать целые народы, — вспомним Германию 1930-х годов, — стоит ли рассчитывать, что, инвестируя свои деньги, люди всегда будут действовать рационально?

Крах фонда *LTCM* стал отправной точкой для еще более существенного изменения в настроениях на рынке, которое тогда не было вполне очевидным. За семь лет, предшествующих августу 1998 года, spread между доходностью облигаций Казначейства США и доходностью более рискованных облигаций, выпущенных корпорациями и эмитентами развивающихся рынков, постоянно уменьшался. По сути, кредитный рынок негласно утверждал: настало такое чудесное время, что обычную предосторожность (которая выражается в более высоких процентных ставках кредитования для более рискованных предприятий или стран) можно отбросить. Уменьшившийся разрыв между ставками кредитования означал, что дешевые деньги доступны для финансирования всевозможных новых и растущих предприятий в самых разнообразных уголках планеты. Для финансирования приобретений или расширения сферы своей деятельности компании имели возможность выпускать так называемые “бросовые” облигации. А компаниям-“любимчикам” поддавшимся неразумной эйфории рынок предлагал еще один легкий способ получения средств для роста — выпуск дополнительного количества акций.

Такие настроения были на короткое время омрачены азиатским финансовым кризисом 1997 года, когда Таиланд объявил дефолт по своим долговым обязательствам, спровоцировав цепную реакцию панических продаж по всей Азии. Тем не менее тенденция к уменьшению спреда на кредитном рынке вскоре возобновилась. Затем все перевернул российский дефолт. По словам одного трейдера, “один тот месяц перечеркнул все, что было достигнуто за последние семь лет”.

Пакаунте российского кризиса облигации на некоторых развивающихся рынках, таких как китайский, имели доходность лишь на 3% выше, чем векселя Казначейства США. Если рассматривать пример Китая — нового, потенциально нестабильного тигранга, имеющего опыт отказа от платежей по долгам, — то это неестественно малый разрыв. После российского кризиса этот разрыв сначала увеличился до 15%, а затем установился на уровне 8%, что представляется более реалистичной оценкой перспектив Китая на сегодняшний день, если учитывать множество неизвестных факторов, которые не дают возможность четко представить его будущее. Правда, сейчас Китай выглядит немножко лучше, поэтому существует вероятность, что инвесторы найдут там для себя привлекательные возможности.

Что интересно с августа 1998 года и до сих пор не произошло существенного уменьшения кредитных спредов. Кроме того, почти прекратил свою деятельность рынок “бросовых” облигаций. В момент, когда я пишу эти строки, размеры данного рынка сократились до крохотной части того, что он собой представлял перед российским дефолтом. И если бы сегодня понадобилось выкупить активы компании с помощью заемных средств, то мне пришлось бы либо самому выложить побольше денег, либо отдать жадным инвестиционным банкам еще больший контроль над приобретаемой компанией (Собственно, с учетом генеральных курсов акции, я не стал бы выкупать компанию с помощью займов, каждому виду инвестиций — свое время.) Состояние кредитного рынка сейчас таково, что кредиторы еще неохотнее предоставляют кредиты и еще осторожнее подходят к отбору кандидатов на предоставление кредита. Еще менее склонны они ссужать деньги тем, у кого возникают какие-либо проблемы.

Изменение в настроениях банкиров совпало со схожей переменной в настроениях инвесторов. Герпя убытки от учащающихся

ся неплатежей по обязательствам, многие из них увели свои средства с рынка “бросовых” бумаг. Инвестиционным банкам также все равно, какой тип бумаг продавать, — для них главное, чтобы их клиенты и в дальнейшем оставались с ними. Покупателями “бросовых” облигаций в основном выступали высокодоходные взаимные фонды, и если инвесторы забрали свои деньги из этих фондов, то уже не имеет значения, насколько энергично и напористо банк осуществляет такие продажи.

На сегодняшнем рынке кредитования положение сильно изменилось. Вместо милой умиротворенности в отношении будущего присутствует выражение хмурого опасения; такое положение очень ударило и по рынку акций, и по рынку “бросовых” облигаций. После 1960 года 2000–2002 годы были одними из самых плохих для рынка ценных бумаг. Несмотря на такую ситуацию, большинство аналитиков рынка (которые не смогли предсказать экономический спад) не видят тех опасностей, которые подстерегают потребителей и инвесторов, и принимают выскрывать “точку разворота” рынка, явно предполагая, что рецессия будет недолгой, а неизбежный взлет рынка к еще большим высотам вскоре возобновится. Как жестоко они разочаруются в своих ожиданиях!

Расцвет экономики в прошлом десятилетии основывался на всеобщей задолженности. С 1950-х годов задолженность экономики США удвоилась. Теперь, когда банкиры более осторожны в предоставлении кредитов, компании, основанные в последние несколько лет и пытающиеся профинансировать свое плановое расширение, столкнутся со значительными трудностями в привлечении средств, — и на рынке, и у своих инвесторов. Настроения на кредитном рынке сильно скажутся на судьбах многих тысяч начинающих компаний. И очень многие перспективные фирмы, которые бы выжили в условиях повышенных кредитных ставок, — да и много ли значит 1%-ное повышение ставки,

если фирма ожидает получить 50%-ный доход? — могут не устоять из-за ограниченности кредитов на рынке.

Таким образом, крах фонда *LTCM* может иметь далеко идущие последствия. Все решили, что российский дефолт и крах на *LTCM* были осечкой, недолговременной неувязкой на рынке, которую с легкостью устранили. Это мнение стало популярным спустя несколько месяцев после описанных событий, когда торговля на бирже возобновилась на прежнем уровне, а курсы поднялись до новых высот. На самом же деле, эти события были симптомами болезни, поразившей самое сердце финансовой системы. Болезнь, которая будет неотступно преследовать рынок на протяжении конца 1990-х годов.

Фальшивые прибыли

Любой человек, достаточно долго знакомый с финансовым рынком, сможет распознать “мыльный пузырь”. Ажпопсж, охвативший американский рынок в конце 1990-х годов, почти сравнялся по своему масштабу с великими “маниями” прошлого, такими как тюльпаномания 1630-х годов в Голландии, спекулятивная лихорадка 1719 года в Англии в связи с Компанией Южных морей, железнодорожная “мания” 1845 года и “мыльный пузырь” японской недвижимости 1980-х. Тем примечательнее феномен “мыльного пузыря” Internet-компаний, — ведь он возник в условиях наиболее ликвидного, искушенного и, на первый взгляд, диверсифицированного рынка в истории. “Пузырь” продолжали раздувать, несмотря на громкие предупреждения, высказанные на страницах авторитетных изданий, которые прямым текстом указывали на абсурдность тех курсов, по которым инвесторы приобретали акции Internet-компаний.

Когда “пузырь” лопнул, инвесторы начали приходить в себя и с горечью вспоминать те мифы, иллюзии и откровенный обман, которые они — ослепленные небывалым ростом курсов на бирже — принимали за чистую монету. Когда все улеглось, проявилась еще более тревожная тенденция. С падением курсов акций рухнули многие показатели, составлявшие основу этих курсов. По результатам анализа, проведенного газетой *Wall Street Journal*, к августу 2001 года потери высокотехнологичных компаний, зарегистрированных на бирже *Nasdaq*, по сути нивелировали все прибыли, полученные за предыдущие пять лет. Роберт Барбера, ведущий экономист компании *Hoenig and Co.*, в интервью газете констатировал: “Теперь мы можем задним числом подвести итог: никакого “бума” конца 1990-х не было”.

Исчезли не только прибыли; исчезли и задекларированные показатели уровня прибыльности. Показатели уровня прибыльности использовались для того, чтобы оправдать очень высокие соотношения цена и доходов на акции. Анализ, проведенный моим братом Джеем и моим племянником Дэвидом в центре *Levy Forecasting Center*, показал: несмотря на заверения о том, что уровень прибыльности в 1990-е годы увеличился на 20%, на самом деле никакого увеличения не произошло.

Ажиотаж 1990-х еще больше подогревался широко обсуждаемым скачком производительности труда. В 1980-е и в начале 1990-х годов показатель роста производительности труда “застрял” где-то на уровне 1%. Но, к великому облегчению сторонников высоких технологий, в конце 1990-х годов ежегодный прирост производительности труда уже составлял порядка 2,5%. Увеличение производительности стало одним из оснований для признания так называемой “новой экономики”; в ее существование поверил даже такой “пенкоколебимый ветеран”, как Алан Грилспен. (Грилспен допустил и другие оп-

множества, способствовавшие раскручиванию ажиотажа 1990-х. Несмотря на предупреждения о “неразумной эйфории”, он не поднимал требуемый уровень маржи и поддерживал отмену закона Гласса–Стигалла). Джим Грант, журналист, специализирующийся на финансовой тематике, предупреждал о переносности утверждений относительно роста производительности труда; он основывался на исследованиях ученых, показывающих, что единственной отраслью, в которой в 1990-е годы наблюдался рост, была компьютерная индустрия, да и то вполне возможно, что этот рост был следствием “бухгалтерской изобретательности”.

Отчасти ложное представление о росте производительности создавалось самим фактом экономического бума. Уильям Льюис из компании *McKinsey and Company* отмечал, что статистики, рассчитывающие показатели эффективности, ошибочно приписали потребительский бум за повышение производительности. В условиях, когда, по-видимому, перенасыщенные потребители стремились покупать дорогие товары, деятельность производителей товаров выглядела более эффективной — ведь их доходы увеличивались без какого-либо увеличения численности рабочей силы.

Список использованных бухгалтерами уловок нескончаем. Как оказалось, соотношения цен и доходов на акции (в тех компаниях, где были такие доходы) были тоже “липовыми”. Компании искусственно раздували доходы, учитывая обычные затраты как чрезвычайные (компания *Enron, Cisco*), внося в отчеты доходы и другие поступления задолго до их действительного получения (компания *Computer Associates, Calpine*), включая прирост капитала от инвестиций в доходы от основной деятельности (компания *Microsoft, General Electric*), осуществляя обратный выкуп своих акций (компания *IBM*), игнорируя эффект предоставления опционов своим работникам

(компании *Microsoft*, *AOL*, *Cisco* и многие другие) Данный список можно продолжить

Даже интеллектуальный фундамент “новой экономики” оказался призрачным. Существовала уверенность в том, что Internet даст возможность компаниям постоянно следить за уровнем продаж и осуществлять поставки таким образом, чтобы не допускать проблем с товарными запасами и избегать рецессии. Компания *Cisco Systems* была ведущей компанией в сфере Internet-технологий (и на короткое время считалась компанией с самой большой рыночной стоимостью в мире — 590 млрд долл.) И вот в первом квартале 2001 года предварительный расчет продаж на основе ее товарных запасов на складе составил 2,25 млрд долл. Такое не должно было случиться, тем более с компанией, ставшей флагманом революции в Internet- и телекоммуникационных технологиях. Если у такой компании, как *Cisco*, возникли проблемы с заготовиванием (возможно, из-за того, что менеджеры всегда пытаются сделать все от них зависящее для достижения запланированных показателей и получения премиальных, не учитывая при этом насыщенность рынка), то, очевидно, неустойчивость, свойственная “старой экономике”, никуда не исчезла.

К лету 2002 года улетучились не только триллионы долларов стоимости активов (в частности, 4 трлн по ценным бумагам компаний, зарегистрированным на бирже *Nasdaq*), но и большая часть показателей, главная задача которых — служить обоснованием этих триллионов. Богатство приходило и уходило так быстро, что многие миллионеры-однодневки так и не смогли воспользоваться своими доходами. Приведу лишь один из многих примеров. Курс акций компании *Theglobe.com* вырос за один день с 9 долл. (цена первоначального предложения) до 97 долл., а затем чуть больше чем за год упал до

уровня менее 1 долл. Вот уж действительно может сложиться впечатление, будто бы и не было конца 1990-х годов!

Но на самом деле конец 1990-х был, и его последствия преследуют нас словно ужасное похмелье. Еще долгое время после обвала акций "новой экономики" крупные компании продолжали существенную уценку стоимости своих активов (на 40 млрд. в случае компании *JDS Uniphase* и на 54 млрд. в случае компании *AOL Time Warner*), чтобы привести балансы компаний в соответствие со стоимостью потерянных инвестиций. Более того, потеряв опору в виде биржевой эйфории, инвесторы наконец сообразили, какой фантастической бухгалтерией оперируют в большинстве американских компаний, и "сбросили" акции, доходность которых вызвала у них сомнения.

То массовое помешательство, которое охватило инвесторов в 1990-е годы, — самое убедительное свидетельство роли психологии на рынке. В самом деле это было время, когда даже наиболее умудренные опытом инвесторы намеренно заглушали в себе чувство недоверия и, что, наверное, еще более удивительно, не желали признавать очевидные факты и цифры.

Анализ биржевой лихорадки легче провести, исследовав ее истоки и вернувшись к 1980-м годам. В результате обвала 1987 года исчезли многие инвесторы и некоторые компании. Но от 22%-ного падения, случившегося 22 октября, рынок быстро оправился, и в результате за год биржа продемонстрировала рост. Федеральная резервная система наводнила банки деньгами и восстановила доверие на рынке, который был опасно близок к панике на следующий день после обвала курсов. Это своевременное вмешательство имело долговременные последствия — инвесторы надолго поверили, что рынок менее рискован, чем он есть на самом деле. Сам обвал посчитали следствием непредвиденного и случайного стечения обстоятельств, вызванного компьютеризацией продаж с использова-

нием стратегии уравнивания рисков, которая называется страхованием портфеля. Компьютерные программы продавали акции "без покрытия" и тем самым сбивали их курс, а покупателей таких акций становилось все меньше, что еще больше сбивало курсы. Многие инвесторы, купившие акции сразу же после обвала, за следующие год или два заработали хорошие деньги, отчего выражение "покупать подупавшие акции" стало биржевым "заклинанием" 1990-х.

На протяжении всего прошлого десятилетия, как только рынок "попадал в полосу невезения", на телевизионном экране появлялся какой-нибудь умудренный опытом старик и терпеливо объяснял первичающим зрителям, что в долгосрочной перспективе акции всегда дают лучший результат, чем другие виды инвестиций. Затем курсы на бирже поднимались к новым высотам, порождая новую армию самоуверенных последователей теории о покупке "подупавших" акций. Один из "символов" этой новой веры состоял в том, что Федеральная резервная система и Казначейство усвоили уроки Великой депрессии и теперь имеют в своем распоряжении средства, с помощью которых можно предотвратить превращение панических настроений на рынке в полноценную депрессию. Таким образом, еще до появления Internet инвесторов приучили к мысли, что инвестиции в акции не так рискованны, как это может показаться на основе долговременных наблюдений за колебаниями биржевых курсов.

И корпорации, и инвестиционные банки пребывали в восхищении от того, что общественность вновь обрела веру в безошибочность действий Алапа Гринспенна и признала, что биржа предоставляет верный способ достижения богатства. Вдруг возникло огромное количество инвесторов, которые желали взять на себя риски инвестирования в акции, покупая ценные бумаги взаимных фондов. Инвесторы стремились "привязать"

свое благосостояние к прибылям своих работодателей и принимали отчисления в свои пенсионные счета в форме акций компании. Да и кто стал бы возражать, если более безопасные виды инвестиций не шли ни в какое сравнение с перспективами большинства акций? Используя легковерие своих работников, компании любым способом нагичкивали их счета своими акциями.

Затем в середине 1990-х появилась Internet, и само понятие риска, по-видимому, можно было выбросить на свалку истории. Как известно, Internet знаменовала наступление "новой парадигмы", предоставив каждому смельчаку доступ на мировой рынок, обещая погребителям возможность "назначать собственные цены" на все (от авиабилетов и до продуктов питания) и соблазняя предпринимателей фантастическим улучшением производительности во всем (от совершенствования поставок продукции и до снижения затрат на продажи).

Вместе с представлением о том, что акции — рискованный вид инвестиций, были отвергнуты старые методы оценки стоимости компаний. В книге под названием "Доу 36 000" ("Dow 36,000") утверждалось, что даже в условиях, когда индекс Доу-Джонса превысил отметку в 10 тысяч пунктов, акции на рынке остаются сильно недооценены. Это происходит из-за того, что они дисконтировались по ставкам риска, значительно превышающим тот показатель, который оправдан в условиях низкой инфляции и стабильного роста доходности. Авторы книги Джеймс Глассмен и Кевин Хассетт утверждали, что акции не более рискованны, чем корпоративные облигации, и как только инвесторы поймут это, они согласятся на меньшие дивидендные выплаты в обмен на рост курсов акции. По их мнению, даже рекордные за всю историю соотношения цен и доходов акций в конце 1990-х были смехотворно малы.

На какое-то время возникло впечатление, что все данные свидетельствуют в пользу этих соображений. Рост производительности труда конца 1990-х, казалось, подтверждал мысль о том, что многолетние инвестиции в компьютеры и другие информационные технологии наконец-то стали приносить отдачу. Господствовало мнение, что Internet-компании не подлежат обычным правилам ведения бухгалтерии. Отчеты о полученной прибыли вызывали не гордость, а чувство неловкости — прибыль свидетельствовала о том, что менеджеры компании недостаточно внимания уделяют росту. Задачей Internet-компаний было привлечь как можно больше клиентов, даже если каждая новая продажа приносит убытки.

Есть старый анекдот об оптовом продавце, захватившем значительную долю рынка, продавая костюмы, которые он покупал по цене 100 долл., за 90 долл. Его друг спрашивает: “Как же ты зарабатываешь деньги?” “Очень просто, — отвечает продавец, — за счет объемов!” Очевидно, такой же подход использовала и компания *Amazon.com*, превратившая анекдотичный сюжет в своеобразное “дело чести”. И что еще удивительнее, биржа Уолл-Стрит поддалась этому обману. Компания *Amazon* утверждала, что как только она закрепится в роли эксклюзивной компании, избранной посетителями Internet для совершения своих покупок, она сможет повысить свои цены и получать сверхприбыли. Пока события разворачиваются явно вопреки ее плану.

Но не только младшее поколение поверило, что Internet сможет изменить мир. В “новую экономику” поверил Уолтер Ристон, в прошлом выдающийся глава правления компании *Citicorp*. Я не поверил — возможно, потому, что никогда не пользовался компьютером. Мы полемизировали с Ристонем на страницах журнала *Forbes*, отстаивая наши противоположные точки зрения. (Позже я подробнее изложил многие из

своих взглядов в интервью Джеффу Мадрику, напечатанному в журнале *New York Review of Books*.) Ристон утверждал: Internet создает фантастические возможности для бизнеса; она позволяет ловким компаниям розничной торговли, таким как *Dell Computer*, реагировать с такой скоростью, что их поставщики фактически вынуждены финансировать весь бизнес *Dell Computer*. Я отвечал: Internet — всего лишь еще один магазин; как случалось и раньше при появлении любого нового метода продаж, этот метод начнут перенимать новые предприниматели, и уровень прибыли пойдет вниз. Я использовал аналогию с супермаркетами, возникшими в 1930-е годы. Они вытесняли маленькие гастрономчики; затем на прибыли супермаркетов “позарились” дисконтные супермаркеты. Последним, в свою очередь, стало труднее получать прибыль, когда в этот бизнес пришло множество их конкурентов.

Я сказал Ристону: этот принцип применим и к компании *Amazon.com*, заметив при этом, что трудно вообразить то количество книг, которое придется продать, чтобы оправдать рыночную стоимость компании (которая достигла рекордной отметки порядка 42 млрд. долл.). Ристон ответил, что книги — всего лишь первый из товаров, которыми будет торговать компания. Я же возразил: когда появятся другие товары, появятся и другие компании, подобные *Amazon*.

Риски не исчезают с рынка или из каких-то видов бизнеса; они просто переносятся на другие объекты, — или их перепродают. Да и вообще, что представляла собой компания *Amazon*? Фирму, торгующую по почтовым заказам, не более.

Лихорадка 1990-х распространилась далеко за пределы Internet-бизнеса. Вложение средств в Internet-компании требовало от инвесторов веры в удивительную “новую эпоху”. Но даже многие традиционные компании отвергли обычные понятия о природе прибыли, которые чем дальше, тем больше

считались ограниченными и застарелыми. Традиционные компании располагали множеством трюков, с помощью которых можно было дать инвесторам “зеленый свет” в тех случаях, где уместен был исключительно “красный”. Как мы теперь знаем, компания *Enron* и множество других компаний, — с молчаливого согласия многих “лучших из лучших” умов Уолл-Стрит, — убрали из своих бухгалтерских книг миллиардные долги.

Один из методов, с помощью которого компания *Enron* вводила своих инвесторов в заблуждение, состоял в создании ряда партнерских компаний для защиты компании от рисков портфеля ее инвестиционных проектов. Проблема состояла в том, что эти так называемые “партнерства *Raptor*” могли компенсировать риски лишь в том случае, если курс акций компании *Enron* оставался на высоком уровне — ввиду того, что акции были основными активами компаний. И вот когда в 2001 году курс акций стал падать, в партнерствах *Raptor* образовались огромные убытки, и компания *Enron* предприняла серию отчаянных и (как оказалось) незаконных маневров, пытаясь сделать так, чтобы эти убытки не затронули саму компанию и не привели к дальнейшему падению курса ее акций. Все это время аналитики с Уолл-Стрит ничего не замечали, ослепленные оптимистическими прогнозами руководства компании. Правда, согласно одному из сообщений в *New York Times*, руководство компании было настолько обеспокоено поддержанием должного впечатления перед аналитиками с Уолл-Стрит, что во время посещения одного из них сошло в отдел продаж как можно больше работников из других отделов, чтобы создать иллюзию “бурной деятельности”.

Такой бесстыдный обман — не новость. В 1963 году разразился скандал вокруг растительного масла. Некто Алтон Д. Лижеллис получил многомиллионные ссуды на том основа-

нии, что он владеет цистермами с растительным маслом, в которых, как позже обнаружили, была вода. Среди жертв обмана оказались уолл-стритовская фирма *Ira Haupt & Company*, в результате скандала обанкротившаяся, и компания *American Express*, потерявшая свыше 60 млн. долл., а цены на ее акции упали вдвое.

У меня есть теория о том, что негодяи в большинстве своем более обаятельны, чем все остальные люди. Это не удивительно, ведь им приходится “на все сто” использовать свою привлекательность, реализуя непривлекательный товар. Несколько лет назад мой компаньон Джек Нэш представил меня одному из самых обаятельных и толковых молодых людей которых мне приходилось встречать за многие годы. Его звали Эдмунд Фастоу, и он был главным финансовым менеджером компании *Enron*. Он рассказал мне о товариществе, которое как я понял, создавалось с целью выравнивания доходов компании *Enron*; планировались инвестиции в отрасли, которым компания обычно не занималась. Молодой человек настойчиво давал понять, что ожидается высокая доходность от вложений. Я был очарован Фастоу. Он был восхитительным парнем и я также вложил свои средства в товарищество. Меня, как многих других, обманули. Товарищество было совсем не тем чем я его себе представлял, — я считал его вполне законным. Я также считал, что довольно хорошо распознаю сомнительные предложения; в этот раз произошла осечка.

Крах компании *Enron* показывает, что даже крупные корпорации, деятельность которых подвергается основательным проверкам, могут манипулировать цифрами и искажать восприятие, дохода в подобных действиях почти до саморазрушения. Компании *Enron* пришлось признать реальное положение дел лишь потому, что банки, которые финансировали ее махинации, “перекрыли ей кислород”. Теперь реально

положение вещей, по-видимому, придется признать огромному количеству других компаний, которые с восторгом воспользовались возможностью искусственно завысить доходы и убрать долговые обязательства из бухгалтерских отчетов. У моего друга Эндрю Смизеса, пишущего статьи для газеты *Evening Standard*, есть простой практический метод определения степени распространенности этой проблемы. Он рассматривает быстрый рост задолженности частных компаний в финансовом секторе (который всего за пять лет увеличился с 32 до 36%) как ориентир, показывающий, на сколько вырос соответствующий долг корпораций.

Если бы течение времени остановилось в марте 2000 года, у ученых мужей были бы все основания утверждать, что наступил новый “золотой век”. Компании “продвигали на рынок” оптимистические картины роста, доходности, производительности и прибыли. Рынок развивался таким образом, что действительно казалось: он достигнет отметки в 36 000 пунктов индекса Доу-Джонса. Общий рост курсов на бирже длился уже восемнадцать лет, и потребители тратили деньги, совершенно не думая о завтрашнем дне.

Но отравя, попавшая на рынок, все дальше распространялась по финансовой системе — как эпидемия, остающаяся незаметной до тех пор, пока болезнь не поразит тысячи людей. Инвесторы начали с опаской относиться к “бросовым” облигациям, а банки — пристальнее изучать перспективы тех компаний, которые они так щедро финансировали. “Точкой отсчета” стал июнь 1999 года, когда Рави Сурна, аналитик рынка облигаций из компании *Lehman Brothers*, заявил, что “король” Internet-бизнеса — *Amazon.com* — гол. Но мало кто придал этому значение.

Аналитики рынка облигаций — вечные сеятели пессимистических настроений. Их интересует лишь то, получает ли

компания достаточно средств, чтобы платить по своим долговым обязательствам. Суриа изучил тот бизнес, которым занималась компания *Amazon* и в котором она при росте объемов продаж терпела все увеличивающиеся убытки. Он подготовил отчет, свидетельствующий о том, что компании вряд ли вообще когда-либо удастся стать прибыльной. Представители *Amazon* заявили, что анализ не соответствует действительности, а Сурии пришлось побороться со своей собственной компанией, чтобы добиться публикации отчета. Простая логика его исследования стала настоящей сенсацией для тех инвесторов, которые пожелали с ним ознакомиться.

Затем в феврале 2001 года Суриа подготовил еще один отчет. На этот раз речь шла не о прибыльности, а о самой возможности выживания компании *Amazon* как таковой. Как и многие торговые компании, *Amazon.com* завершила свой финансовый год в январе — месяце, когда у нее были самые значительные поступления средств от торговли в рождественский сезон. Срок счетов, по которым должна была платить уже сама компания *Amazon*, также приходился на январь, но в промежутке между поступлениями средств и их оплатой всегда создавалось впечатление, что компания завершила год "на оптимистической ноте". До того момента, когда Рави Суриа подал сигнал тревоги, в распоряжении компании *Amazon* был хороший метод нейтрализации нарастающих убытков: она проводила эмиссию новых акций или конвертируемых облигаций. По сути, выпуском ценных бумаг компания покрывала обычные операционные издержки.

К этому времени настроения на рынке изменились, и инвесторы рассматривали Internet-компании с некоторой долей недоверия. Отложив в сторону предложения об инспекторских посещениях и заверения о росте поступлений, они начали выяснение того, есть ли у компаний достаточно средств, чтобы

обслуживать свои долги. И даже в таких условиях верные последователи “новой экономики” могли бы на некоторое, пусть и недолгое, время отсрочить “судный день”, если бы не одно обстоятельство, которое очень сильно изменило расклад сил для держателей акций высокотехнологичных компаний, — на рынок поступало огромное количество новых акций, а спрос на них иссякал.

Сложилась ситуация, прямо противоположная предыдущему ажиотажу, когда многие акции высокотехнологичных компаний продавались по абсурдно высоким курсам (в значительной степени из-за искусственных ограничений их предложения). В то время при публичной продаже акций компании ее первоначальное предложение могло составлять лишь небольшую долю от всего разрешенного выпуска акций. Основная масса акций распределялась между частными инвесторами, руководством компании и программами предоставления ее работникам опционов на приобретение акций. Инсайдерские акции предоставлялись, как правило, на условиях договора о блокировке, который запрещал продажу акций на протяжении некоторого срока — от полугода и больше. Вот эта временная пехватка акций и создавала иллюзию спроса на бумаги “привлекательных” компаний.

Чтобы понять суть тех событий, рассмотрим недолгую жизнь вымышленной (но типичной) Internet-компании. Допустим, в декабре 1999 года я вместе с несколькими фанатиками Internet решил создать Internet-компанию для продажи луковиц тюльпанов, светящихся в темноте, — на их выращивание мы получили патент. Мы даем компании шутовское и достаточно эффективное название *Dimbulb.com*¹ (чтобы скрыть

¹ Игра слов *dimbulb* может означать “тускло светящаяся луковица”, “тускло светящаяся лампочка”, но также и “запуда”, “тупица” — Прим ред.

гот факт, что ее основателю перевалило за семьдесят) и производим первоначальную публичную эмиссию 10 млн. акций по цене 10 долл. за акцию. В качестве инвестиционного банка, гарантирующего размещение наших акций на рынке, мы мудро выбираем банк *Morgan Stanley*. Перед выпуском акций ведущий аналитик банка в сфере Internet-компаний Мэри Микер оглашает данные отчета, свидетельствующие о том, что в условиях бурно увеличивающихся доходов “яппи” и ввиду “современного” характера нашего продукта емкость потенциального рынка сбыта наших светящихся растений составляет 1 млрд долл. Более того, учитывая содержащиеся в нашем бизнес-плане намерения расширить сферу деятельности и заняться выращиванием светящейся травы, кустарников и разведением светящихся домашних животных, доход на акцию в 2002 году должен составить 6 долл. И вот уже банк *Morgan Stanley* всюду завален заказами... В марте 2000 года, когда курсы на бирже достигают своих рекордных показателей, мы начинаем продажу своих акций, и их цена в первый же день торгов стремительно поднимается до 100 долл.

Первичное размещение акций приписит компании *Dumbulb.com* 100 млн. долл. — неплохую “выручку” для компании, которая еще не продала ни одного “биотехнологического” гюльпана. Но это — суший пустяк по сравнению с тем, какие богатства нас ждут впереди! Мы продали 10 млн. акций на бирже, но у нас есть еще 90 млн. заблокированных акций. Прекрасно! Рыночная стоимость компании уже составляет 10 млрд., что соответствует рыночной капитализации типичной торговой компании, насчитывающей 7500 сотрудников и имеющей головной уровень продаж в 7,5 млрд. долл. Поддерживая безудержный оптимизм аналитиков и инвесторов относительно неисчерпаемого потенциала выращивания светящихся культур, мы сможем осуществлять вторичные разме-

щения своих бумаг на рынке в любой момент, когда нам понадобятся средства. Поэтому мы начинаем публикацию серии захватывающих сообщений для прессы, многие из которых описывают наши бартерные соглашения с другими Internet компаниями, курсы акций которых также нелепо высоки и которым также крайне необходимо показать определенный результат деятельности.

Увы, наши проблемы начинаются уже через шесть месяцев после первого выпуска акций. Во-первых, компания *Microsoft* заявляет о своем намерении выйти на рынок выращивания светящихся культур и добавляет, что она разместит пиктограмму со ссылкой на сайт, содержащий соответствующий каталог, на каждой новой копии своего нового продукта - операционной системы Windows XP. На словах мы заявляем, что приветствуем высокую оценку компании *Microsoft*, данную развиваемому нами рынку. На деле же половина ведущих менеджеров нашей компании начинают тайно звонить в Редмонд, штат Вашингтон, в офис компании *Microsoft*, спрашивая о том, нет ли для них подходящих вакансий. Затем какой-то энтомолог публикует результаты своего исследования, утверждающие, что разведение светящихся тюльпанов приведет к исчезновению жуков-светляков из-за того, что они будут пытаться спариваться с растениями, а не друг с другом. Мы немедленно ставим результаты исследования под сомнение. В то же время высшее руководство компании без особой шумихи начинает продавать свои акции под предлогом "диверсификации портфеля".

Наш директор по маркетингу, лучше других знающий личужные возможности получения дохода от разведения светящихся растений, готовится к продаже своего миллионного пакета. То же самое делают и другие учредители - главный финансовый директор и генеральный директор по операциям,

да и я задумываюсь об этом, понимая, что спустя некоторое время на рынок выбросят еще 30 млн. акций, не говоря уже о тех 40 млн. в опционах, которые мы предоставили работникам вместо зарплаты.

К нашему сожалению, сброс акций компании *Dimbulb.com* начинает приобретать массовый характер как раз тогда, когда нам необходимо получить на рынке дополнительное финансирование. Кроме того, при теперешнем курсе в 4 долл. за акцию спрос о вторичном размещении отпадает сам собой. Управляющие фондами, которые всего год назад забрасывали нас средствами, не желают выкладывать вообще никаких денег. Это при том, что в случае разорения нашей компании они рискуют полностью потерять все свои инвестиции. Естественно, наши финансовые гаранты призывают нас объявить о банкротстве компании сейчас, пока у нас еще имеется несколько миллионов, заработанных на первоначальном предложении акций. Они рассчитывают получить хотя бы эти деньги. И вот звезда компании *Dimbulb.com* гаснет, оставив множество обозченных сотрудников и инвесторов, но, возможно, сделав этот мир немного лучше — для жуков-светляков.

Как бы истово не убеждали инвесторов в несущественности риска, они должны помнить: реально стоимость акций после ликвидации компании обеспечивается исключительно имуществом, оставшимся после ликвидации и осуществляемая компанией всех выплат по гарантированным и привилегированным долговым обязательствам. Эту истину я постиг в 1940-е годы, а многим инвесторам пришлось недавно повторить этот урок.

Еще одну иллюзию — о том, что доход от операций в текущем отчетном периоде составляет реальный доход компании на данный период, — можно поддерживать недолго. В деловом мире также присутствует сюжет, описанный в книге "Портрет

Дориана Грея”: если судить по пресс-релизам, компания пребывает в отличном состоянии, в то же время ее настоящее “лицо”, — обезображенное бородавками, разрастанием зоба, сифилисом, — скрыто от публики. В сообщениях для прессы компании рисуют картины процветания, используют “бухгалтерскую эквилибристику”, исходящую из учета денежных потоков, скрывают или указывают в списках любые сведения, которые могут омрачить картины благоденствия. В октябре 2001 года компания *Computer Associates*, одна из крупнейших мировых компаний — производителей программного обеспечения, объявила цифру прибыли “проформа” за второй квартал года: 359 млн. долл. Это составило вполне ощутимое 57%-ное увеличение по сравнению с аналогичным показателем в предыдущем году. “Блестящий результат” был получен с помощью применения новой модели учета, в которой доходы от продаж программного обеспечения распределялись по всему сроку действия контрактов. В то же время в отчете, направленном Комиссии по ценным бумагам и биржам, компания указала квартальные убытки в сумме 291 млн. долл. — результат, рассчитанный с применением общепринятых принципов бухгалтерского учета. Какая цифра давала более точное представление о будущих перспективах компании? Правильный ответ на этот вопрос инвесторы узнали из собственного горького опыта.

Какой бы мощной компания не казалась, она, в конечном итоге, сталкивается с необходимостью устранения подобных искажений. Как показал случай с компанией *Enron*, их последствия весьма неприятны. В сущности, компания *Enron* еще в ноябре 2001 года выполняла свои целевые показатели по прогнозируемому доходу “проформа” — как раз в то время, когда обрушился курс акций компании и сама она сорвалась в “свободное падение”, ведущее к банкротству. По замечанию

Длойда Норриса в *New York Times*, “она обанкротилась, ни разу не показав плохой кварталный результат”. Лучшее всего гудовищность бухгалтерских злоупотреблений в 1990-е годы иллюстрирует нелепая — до абсурда — ситуация, когда компания заявляет о своем банкротстве вскоре после выплаты руководству премиальных за выполнение намеченных показателей по доходам от основной деятельности.

Премиальные — вот главное объяснение того, почему менеджеры компаний допускали подобные злоупотребления. И единственная причина, почему им все сходило с рук, — вера обычных инвесторов в то, что в результате всего этого они также становятся богаче.

Настоящей пасмешкой пад господствовавшей на рынке эйфорией стало недавнее исследование группы *Risk Metrics*. В исследовании рассматривались 89 тыс. аналитических отчетов о состоянии торговли на рынке акций, издаваемых самими крупными фирмами с Уолл-Стрит с сентября 1998 года. Исследование обнаружило, что инвесторы получили бы лучший результат, игнорируя рекомендации биржевых аналитиков и покупая наименее популярные акции. Акции с пометкой “держатъ” (завуалированная форма рекомендации Уолл-Стрит “немедленно продавать!” или, по-видимому точнее, форма констатации “мы продали на прошлой неделе”) показали лучший результат, чем акции с пометкой “активно покупать”. Другими словами, лучшая стратегия состояла в том, чтобы действовать прямо противоположным образом тому, что предлагали высокооплачиваемые “гуру” с Уолл-Стрит.

Помимо обычного конфликта интересов и феномена стадного инстинкта, которые побуждают биржевых аналитиков рекомендовать покупку переоцененных акций на пике их стоимости, существуют и “технические” причины, объясняющие, почему инвесторы получают никудышные результаты,

следуя рекомендациям аналитиков. Когда биржевой аналитик рекомендует какие-либо акции, можете быть уверены — брокеры его компании, торгующие акциями, уже некоторое время используют его рекомендацию с целью распыливания курса рекомендуемых акций. Получается, что в большинстве случаев до того, как вы купите данные акции, их уже приобретет значительное количество людей, взвинтив при этом их цену. И наоборот, когда наступит время продавать эти акции, значительное количество людей наверняка продадут их раньше вас, сбив при этом курс продажи. Чем влиятельнее аналитик, тем вероятнее потери, — по той простой причине, что в искривленном биржевом мире существует закономерность: если достаточно большое количество людей ревностно уверовали в какую-либо компанию, то они, как правило, ошибаются.

Мощным стимулом, заставляющим делать слишком оптимистические прогнозы, служит сам масштаб тех учреждений, сотрудниками которых являются те или иные аналитики. Главный биржевой аналитик огромной компании, такой как *Goldman Sachs, Morgan Stanley* или *Credit Suisse First Boston*, рискует своим рабочим местом, если сделает публичное пессимистическое заявление о будущих перспективах рынка. Такие гигантские учреждения во всем — начиная от высокодоходного первичного размещения бумаг и заканчивая обслуживанием индивидуальных клиентов — зависят от публики, верящей в постоянно возрастающие курсы акций. Поэтому не удивительно, что их финансовые стратеги почти всегда предсказывают, что в следующем году курсы акций будут расти, независимо от того, каково их собственное мнение по этому поводу.

В начале 2001 года, когда сотрудники газеты *Wall Street Journal* попросили главных финансовых стратегов девяти крупнейших фирм с Уолл-Стрит сделать прогноз развития рынка в предстоящем году, индекс *S&P 500* составлял около

1350 пунктов, понизившись с рекордной отметки в 1527 пунктов, достигнутой в прошедшем году. По наиболее пессимистическому прогнозу Стива Гэлбрейта, индекс *S&P 500* должен был в конце года остаться в пределах 1225–1375 пунктов (здорово же он “размыл” свой прогноз!). Другие прогнозировали рост до 1715 пунктов.

Если усреднить эти прогнозы января 2001 года, то получается, что “коллективный разум” Уолл-Стрит предсказал рост индекса *S&P 500* в предстоящем году с 1350 до 1515 пунктов — вполне приличный 12%-ный рост! Вместо этого на 31 декабря 2001 года индекс снизился до отметки 1148, что составляет падение на 13%. Но на 2002 год — при всей ошибочности их прогнозов на предыдущие два года! — финансовые стратеги опять предсказывали в среднем 12%-ный рост, прогнозируя показатель *S&P 500* на уровне 1290 пунктов. Увы, к концу июля индекс *S&P 500* упал до 850 пунктов, а значит, для воплощения в жизнь январского прогноза аналитиков с Уолл-Стрит биржевым курсам придется за пять месяцев взметнуться ввысь более чем на 50%. Можно с уверенностью предсказать: каким бы ни был в итоге результат, на следующий год аналитики будут опять прогнозировать рост. И когда-то их прогноз сбудется!

Мы оцениваем риски и посредством цифр, и посредством эмоций. До 11 сентября 2001 года многие американцы знали, что существует большая вероятность террористического нападения на американской территории. Но поскольку до этого не произошло ни одного широкомасштабного террористического акта, организованного с иностранной территории, возможность такого нападения не влияла на решения, касающиеся повседневной жизни. Даже страховые компании, существование которых зависит от правильной оценки рисков, предлагали страхование на случай террористического нападения с

низкой страховой премией. (Уоррен Баффетт признал, что в результате такой оплошности потери страховых компаний, входящих в корпорацию *Berkshire Hathaway*, после событий 11 сентября 2001 года составили около 2,2 млрд. долл.)

Сразу после нападения степень осознания риска резко возросла, несмотря на то, что возможность успешного повторения террористических актов уменьшилась. Сейчас у террористов имеется даже больше причин для повторного удара, но наиболее уязвимой Америка была именно до теракта, когда нация потеряла бдительность. Осуществляемые теперь задержания подозреваемых, сверхбдительность властей и населения снизили вероятность повторного совершения теракта — независимо от нашей эмоциональной оценки ситуации.

Схожие явления наблюдаются и в поведении инвесторов, особенно при завершении продолжительного периода подъема биржевых курсов. В такой момент теряется связь между восприятием риска и фактическим риском. В момент наивысшего подъема биржевых курсов в 1990-е годы группа исследователей-экономистов из Гарвардского университета попросила некоторых инвесторов спрогнозировать среднегодовой доход на следующие пять лет. Усредненная цифра данных ответов составила 18% — приблизительно трехкратное превышение исторически зафиксированной тенденции. Инвесторы моложе 30 лет проявили еще больший оптимизм, предполагая в течение следующих пяти лет 25%-ный ежегодный рост. Даже более здравомыслящая группа инвесторов старше 55 лет не смогла преодолеть “головокружение от успехов” и дала прогноз 11% среднегодовой прибыли в течение следующих пяти лет. Стоит вспомнить, что речь идет о периоде беспрецедентно продолжительного роста экономики. Даже беглое знакомство с историческими тенденциями развития рынка должно было бы натолкнуть на мысль, что после стольких лет по

грясающих успехов будет чрезвычайно трудно поддерживать существующие темпы роста биржевых курсов.

С замедлением развития экономики возникает вопрос: "Как выглядел бы рынок, если бы не было биржевой лихорадки 1990-х?" В октябре 1990 года индекс *Nasdaq* достиг своей рекордно низкой отметки в 323 пункта. Если бы индекс с тех пор рос в тесной привязке к среднему увеличению курсов, зафиксированному в прошлом столетии, то его ежегодный рост составлял бы 6%, а показатель августа 2002 года оказался бы на уровне 650, а не 1315 пунктов. Даже если принять доводы о повышении производительности труда в результате появления "новой экономики" и любезно согласиться, что этим обеспечивается ежегодный 12%-ный рост, то рассчитанный на данной основе индекс все равно "не дотягивает" 60 пунктов до отметки, достигнутой в августе 2002 года.

Мой зять Лакшман Ачутан — управляющий директор центра *Economic Cycle Research Institute* (Институт исследований экономических циклов) в Нью-Йорке. Этот "мозговой центр" исследует долговременные факторы, влияющие на развитие экономики. Группа Лакшмана проанализировала степень соответствия биржевых курсов и полученных капитализированных доходов. Последний показатель, по сути, представляет доход компании, дисконтированный по процентной ставке, применяющейся в определенный период времени. Аналитики института провели анализ показателей компаний, включенных в индекс *S&P 500*, и полученные ими графики четко фиксируют начало биржевого ажиотажа в 1997 году. По состоянию на лето 2002 года, акции на бирже все еще значительно переоценены. Лакшман подверг такому же анализу другие крупные мировые экономики и пришел к выводу, что лучшей аналогией происходившему в конце 1990-х на биржах США могут служить события на японском рынке в конце 1980-х.

Это — зловещее сравнение, ведь после того как цены на японских биржах упали до показателей, соответствующих капитализированным доходам, они до сих пор не могут подняться до прежних высот.

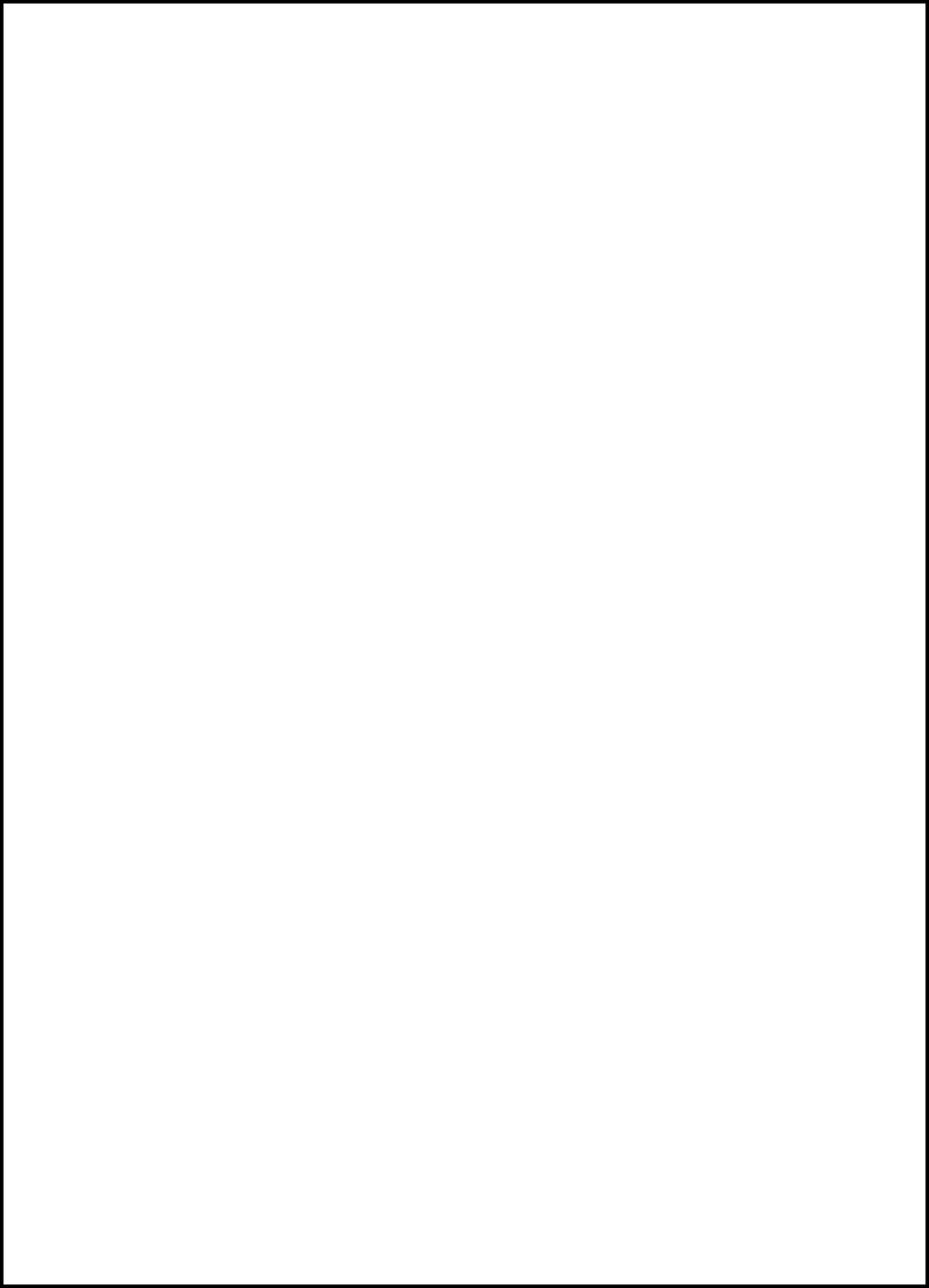
Все эти соображения с вопиющей очевидностью — как рекламный щит на центральной улице — убеждают нас в правильности одной и той же мысли: курсы бумаг на бирже остаются на заметно завышенном уровне по сравнению с уровнем, которого бы они достигли, не случись биржевого ажиотажа конца 1990-х. Это, в свою очередь, означает, что в некотором смысле ажиотаж продолжается.

Сколько он может продолжаться? В прошлом столетии было 30 периодов подъема на бирже, но лишь семь из них длились свыше 1000 дней. В то же время все три периода подъема, случившиеся после 1984 года, длились более чем 1000 дней, а единственный период спада за это время (если не считать нынешнего) стал одним из самых непродолжительных. Поэтому велика вероятность того, что рынок ожидает широкая "черная полоса", прерываемая внезапными, но краткими оживлениями на бирже.

На какой точке остановится пылешший экономический спад? Возможно, ответ на этот вопрос станет очевиден еще до момента выхода в свет этой книги. Но если рынок возвращается к 6%-ому росту курсов, характерному для большей части прошлого столетия, то вполне возможно, что откат цен будет продолжаться, пока не будут уничтожены доходы, полученные в конце 1990-х, а затем и дальше. Таким образом, рынок возвратится на уровень 1995 года. И хотя такой исход станет катастрофой для тех инвесторов, которые вышли на рынок в период наибольшего подъема, а также для тех, кто использовал для приобретения бумаг заемные средства, в целом спад больше будет напоминать не Великую депрессию, а события 1970-х

ФАЛЬШИВЫЕ ПРИБЫЛИ

годов. Что ж, в явлении, называемом статистиками “возврат к среднему показателю”, есть и нечто положительное. Рынок склонен к “перегибам” в обоих направлениях. Мы стали свидетелями того, как цены акций поднимались, значительно превышая реальную стоимость компаний, и столь же вероятно, что мы станем свидетелями противоположного явления: акции будут недооценены, а значит, у инвесторов появятся новые возможности.



Инвестирование под влиянием обстоятельств

МЕНЯ ВСЕГДА ИНТЕРЕСОВАЛИ МОТИВЫ, которыми руководствуются люди при покупке или продаже акций. Я думаю, что недавно, когда всюду бушевал биржевой ажиотаж и годовой рост индекса Доу-Джонса составил свыше 20%, а индекс *Nasdaq* бил все рекорды, многие покупатели, что называется, "пытались не упустить уходящий поезд". Они думали: "Надо купить акции, пока их курсы не поднялись еще выше!" Эта психология вместе с питающими ее иллюзиями, как то: "Internet изменила мир", "Покупайте подупавшие акции", выдержала испытания азиатского кризиса, российского дефолта и первых лет интернетовского "мыльного пузыря".

Рассмотрим случай с инвестором, купившим в июне 1999 года акции компании *Intel* по цене 40 долл. (здесь мы делаем поправку на произошедшее в дальнейшем дробление акций). Впоследствии курс акций несколько снизился, и следующий пакет наш инвестор купил по цене чуть ниже 40 долл.; затем в начале 2000 года состоялась еще одна покупка, — тогда курс акций рос, добравшись до рекордного уровня 76 долл. за акцию в июне 2000 года. После этого курс акций стал падать.

В тот момент наш покупатель не пожелал продавать акции. Он воспринял рекордную отметку в 76 долл. как новую точку отсчета. Шли месяцы, а курс акций падал дальше — проходил отметку в 50, 40 и 30 долл. Но и тогда инвестор не продавал. Вместо этого он винил в падении цен “необоснованную реакцию рынка” (характерная причина, которую инвесторы приводят для объяснения падения курсов своих акций). Брокер поддержал построения нашего инвестора, говоря: “Кто бы подумал, что у вас когда-нибудь появится еще один шанс купить акции *Intel* по цене 30 долл.?”

Бессмысленно придавать ценам на акции какое-либо реальное значение, но многие люди так делают. Даже одну и ту же цену они рассматривают по-разному, в зависимости от предшествовавшего ей движения курсов. Если вы приобрели акцию по 1 долл., а сейчас ее цена составляет 100 долл., вы можете быть вполне довольны, — но отнюдь не в том случае, если полгода назад курс составлял 300 долл. Тогда сегодняшняя цена 100 долл. покажется настоящим бедствием.

Исследователи психологии рынка констатировали бы, что когда курс поднялся до 300 долл., вы сделали “внутреннюю переоценку” акций. Точно так же, когда в связи с замечанием вашего брокера вам кажется, что цена 30 долл. за акцию компании *Intel* имеет какое-то подлинное значение, вы пытаетесь

“зафиксировать отметку” — придать данному курсу особое значение, не связанное со стоимостью акции.

Если в описанном примере с “интеловским” инвестором вы не желаете продавать акции, то вы — типичный американский инвестор, продающий акции с повышающейся ценой и оставляющий у себя акции с понижающейся ценой. Инвесторы действуют подобным образом, поскольку считают продажу с потерей стоимости признанием своей ошибки. Я как правило поступаю наоборот. Мне не нравится неделями отслеживать курсы своих акций-“неудачников”. Если я их продаю, я сокращаю налоговые выплаты и частично компенсирую свои потери. (Опять-таки, положение на рынке может обнаружить ошибочность моих действий.) Некоторые инвесторы продают акции с повышающейся ценой, поскольку им советуют “наново уравновесить” портфель своих инвестиций. Но суть вопроса — не в уравновешивании портфеля; скорее — в ежесекундном сравнении риска и доходности каждой инвестиции. Поэтому сама по себе рыночная цена акции ничего не говорит о ее будущих перспективах.

Есть много причин, объясняющих, почему продажа акций с повышающейся ценой и сохранение акций с понижающейся считаются плохой инвестиционной тактикой, но нет универсальных правил на все случаи жизни. На пике недавнего повышения биржевых курсов в марте 2000 года указанная тактика была бы наилучшим вариантом действий: вероятнее всего, среди акций с возрастающими курсами оказались бы бумаги высокотехнологичных компаний, а среди акций с понижающимися курсами — устойчивые акции. Инвестор реализовал бы доход, возникший в результате неразумной эйфории, и сохранил бы недооцененные устойчивые акции, которые в следующие месяцы выглядели несколько лучше.

Ричард Зекхаузер, один из основоположников бихевиористской экономики в Гарвардском университете, отмечает, что наше неприятие потерь приводит к чрезвычайно искаженному восприятию существующих возможностей. Если курс акций пошел вниз, то существует лишь один шанс из четырех, что он возвратится на исходную позицию. Но большинство людей считают, что курс акции возвратится к той цене, по которой они ее приобрели. Если бы выдуманная мной биотехнологическая Internet-компания *Dimbulb.com* продержалась до начала продаж своей продукции, то ее результат в следующем году наверняка не соответствовал бы ожиданиям. Шансы компании на то, что за неудачным годом последует удачный, составляют около 25%, но большинство инвесторов — держателей акций компании обычно расценивают вероятность успеха на гораздо более высоком уровне — порядка 50% или выше.

Существует множество других “странностей системы”, мешающих инвесторам правильно воспринимать имеющиеся возможности. Простая инертность не дает людям действовать даже тогда, когда они получают предельно четкие сигналы о том, продавать или покупать бумаги. Когда существует огромный риск снижения биржевых курсов, люди склонны уменьшать степень рискованности акций, которыми они владеют. Газетное сообщение, содержащее плохую новость о компании, с гораздо большей вероятностью разубедит инвестора покупать ее акции, чем заставит владельца таких акций их “сбросить”. Это явление называется “необъективностью, вызванной существующим положением”. Психологи продемонстрировали действительность этого явления экспериментально, когда группе людей вручали предмет и предлагали назвать цену, при которой они согласны его продать. Обычно участники эксперимента называют значительно более высокую цену, чем та, по которой они согласны купить тот же предмет.

Много велось разговоров о мудрости стратегии, выраженной девизом “Покупай и держи”. Но правда в том, что иногда эта стратегия срабатывает, а иногда — нет. Решение о том, держать или не держать акции, должно основываться на прогнозе курса продажи акции в определенный момент в будущем. А все остальное не имеет значения. Даже налоги, которые необходимо учитывать при принятии решения, не должны становиться решающим фактором.

Еще раз рассмотрим случай с вымышленным инвестором, приобретшим в самом начале акции компании *Intel* по курсу 40 долл. Что случится, если курс акции снизится до 22 долл.? Теперь у нашего инвестора не то что исчезла прибыль — он потерял больше половины своих вложений. Он помнит, что когда-то акции стоили 76 долл., а он их не продавал. Прошло уже больше года с тех пор, как курс акций составлял 40 долл., и доходность всех инвестиций резко снижается. Вместо того чтобы воспользоваться возможностью и кушиться побольше акций по текущей цене, — последний раз зафиксированной в 1998 году, — инвестор опасается, не случится ли в скором времени откат до уровня цен 1995 года. Поэтому он решает продавать акции тотчас.

Я сам бывал в таком положении и переживал по поводу своих акций. Горький опыт научил меня: приняв решение продавать, следует продавать, по крайней мере, треть или половину акций, а не какую-то малую часть. Изменение своего мнения относительно того, в чем раньше был совершенно уверен, отнимает очень много моральных сил, и важно решиться на значительные перемены. Это наверняка сэкономит вам деньги; если же окажется, что произошла ошибка, всегда можно выкупить акции обратно.

После того как наш “интеловский” инвестор продал акции и свел к минимуму беспокойство по поводу дальнейших

потерь, в его настроении происходит очередная перемена. Он опять оказался в стороне, он наблюдает за происходящим и думает, как бы не упустить тот момент, когда рынок пойдет вверх. Но какой рынок?

Обычно инвесторы стремятся возвратиться на рынок акций. Однако за последние несколько лет рядовые инвесторы пострадали слишком сильно. В 1930-е годы, под впечатлением событий, связанных с биржевым крахом, инвесторы возвращались на рынок акций очень неохотно.

Несмотря на недавний спад на рынке, там наблюдаются изрядное оживление и оптимистические настроения — даже в большей мере, чем это оправдано ситуацией на мировом рынке, где произошло ослабление всех крупных экономик, отягощенных бременем долга и другими последствиями потребительского бума 1990-х. Мы становимся свидетелями глубоких изменений в психологии инвесторов, которые переносят акценты с доходности инвестиций на степень их рискованности. Даже если текущие рыночные индикаторы точь-в-точь совпадут с показателями прошлого, сейчас эти цифры будут восприняты по-иному. Перемена в психологии инвесторов опрокинет все рыночные прогнозы, построенные на основе предыдущего опыта.

У меня есть предчувствие: сейчас наступит время, когда меняется сам характер игры. Несомненно, отправной точкой стали события 11 сентября, но изменения начались еще до терактов. Мне кажется, сейчас нас ожидает продолжительный период, в течение которого инвестиции в облигации будут предпочтительнее вложений в акции — точно так же конец 1970-х годов стал “знаковым” периодом, когда рыночные силы подталкивали к разукрупнению конгломератов и “высвобождению” истинной стоимости компаний. Если в развитии рынка искать исключительно поворотные пункты (считая, что в ста-

бильных условиях доходы от всех вложений будут оставаться на довольно низком уровне), то теперешнее изменение характера игры открывает для инвесторов довольно привлекательные возможности.

Понимая, что отдельные инвесторы становятся заложниками обстоятельств, мы спрашиваем себя: "А как же профессионалы?" Но получается, что профессионалы подвержены всем ошибкам индивидуальных инвесторов. В 1990-е годы один и тот же финансовый "цунами" потопил и рядовых инвесторов, и менеджеров взаимных фондов. Профессионалы "повелись" на цифры, опубликованные в пресс-релизах корпораций, а цифры эти были зачастую раздуты, а в некоторых случаях — и откровенно лживы.

Излишняя доверчивость — явление не новое, но я говорю о доверчивости очень толковых людей. Я сам вкладывал средства в один хеджинговый фонд, менеджера которого я знал долгое время и был вполне уверен в точности его оценок. Тем не менее тот потерял 97% денег, которыми управлял, и вообще действовал таким образом, что остальные на его фоне выглядели просто гениями. Возвращаясь к тем событиям, я не могу себе сейчас представить, как ему удавалось обосновывать свои решения. В апреле 2002 года он продолжал бурно поддерживать компанию под названием *Allegiance Telecom*, акции которой продавались по курсу 2,65 долл., снизившись с рекордной отметки в 110 долл., достигнутой годом раньше. Менеджер фонда продолжал излучать энтузиазм относительно перспектив компании. "Их бизнес-модель готова совершить головокружительный танец", — так он писал своим вкладчикам. Очевидно, это был танец смерти. Через четыре месяца акции потеряли еще 65% своей стоимости и продавались по курсу 92 цента. Как и многие инвесторы, этот менеджер даже тогда

не был готов расстаться со своими иллюзиями; ему казалось, что у него похитили нечто, по праву ему принадлежащее.

В отличие от деятельности отдельного инвестора, работу менеджера фонда оценивают, его сравнивают с другими такими же менеджерами на фоне общих результатов рынка. У менеджера фонда очень короткий запас времени — его деятельность рассматривают по квартальным (если не ежемесячным или ежедневным) результатам. В случае, если он продаст бумаги по самой высокой цене, а рынок затем обрушится, он — герой дня. Если же он продаст бумаги, а рынок продолжит свой рост, его уволят. С психологической точки зрения самая простая тактика — не менять свой инвестиционный портфель. В глубине души менеджер полагает: наиболее вероятно, что выбор сделан правильно и курсы выбранных им акций будут расти. Но на протяжении 2000–2002 годов на рынке продолжался общий спад.

Прогнозы и объявления ожидаемых доходов лишь усугубляют проблему. Аналитики вроде бы корнят над цифрами; проводят опросы руководителей компаний, потребителей и конкурентов; посещают производственные предприятия; просматривают научные и профильные периодические издания, пытаясь уловить тенденции развития отраслей. Затем они формируют свое заключение (еще до недавнего времени, как правило, завершающееся рекомендацией “активно покупать” рассматриваемые акции). Почему же тогда создается впечатление, что доход на акцию всегда превышает ожидаемый на 1-2 цента?

Дело в том, что на оценки аналитиков влияет фактор осуществляемого корпорациями “управления” доходностью; кроме того, аналитики не рассматривают долгосрочную перспективу. Вот как это зачастую происходит (даным примером я обязан Ричарду Зекхаузеру из Гарвардского университета). Финансовый аналитик изучает определенные показатели, но самый важ-

ный фактор, формирующий его прогноз, — результат его разговора с главным исполнительным директором компании, которому он звонит и говорит: “Мы считаем, что в следующем квартале доход на акцию вашей компании составит 27 центов”. Главный исполнительный директор отвечает: “Мне кажется, это темного завышенный прогноз”, и пространно разъясняет почему (приводя вполне разумные объяснения; но в любом случае разумные объяснения будут неполными). И аналитик решает остановиться на цифре 25 центов. Все остаются довольны — у аналитика есть цифры и их разумное обоснование, а главный исполнительный директор получает прогнозный показатель, который он, бесспорно, сможет превзойти.

Наблюдая над безумием 1990-х годов, я вспоминал работу отца. Я знал: не получая прибыли, компании не смогут и в дальнейшем осуществлять вложения в новые заводы, не смогут нанимать людей. И рано или поздно, — что бы там не говорили, — все они рухнут как лондонский мост в том старом детском стишке. Но “мыльный пузырь” рос, и люди верили, что и при отсутствии прибыли экономический бум может продолжаться. Но такое невозможно.

Крах летом и осенью 2001 года компании *Enron* — гиганта энергетики — со всей остротой поставил этот вопрос перед инвесторами. 23 июля, всего через три месяца после того, как Джеффри Скиллинг, главный исполнительный директор компании, сообщил аналитикам о радужных перспективах развития корпорации, ее показатели упали ниже отметки, позволявшей ее партнерам поглощать расходы, которые в нормальных условиях компания должна была отражать в своем собственном балансе.

Компания была обречена. Через две недели Скиллинг, проработавший в должности генерального исполнительного директора всего шесть месяцев и серьезно вовлеченный в дея-

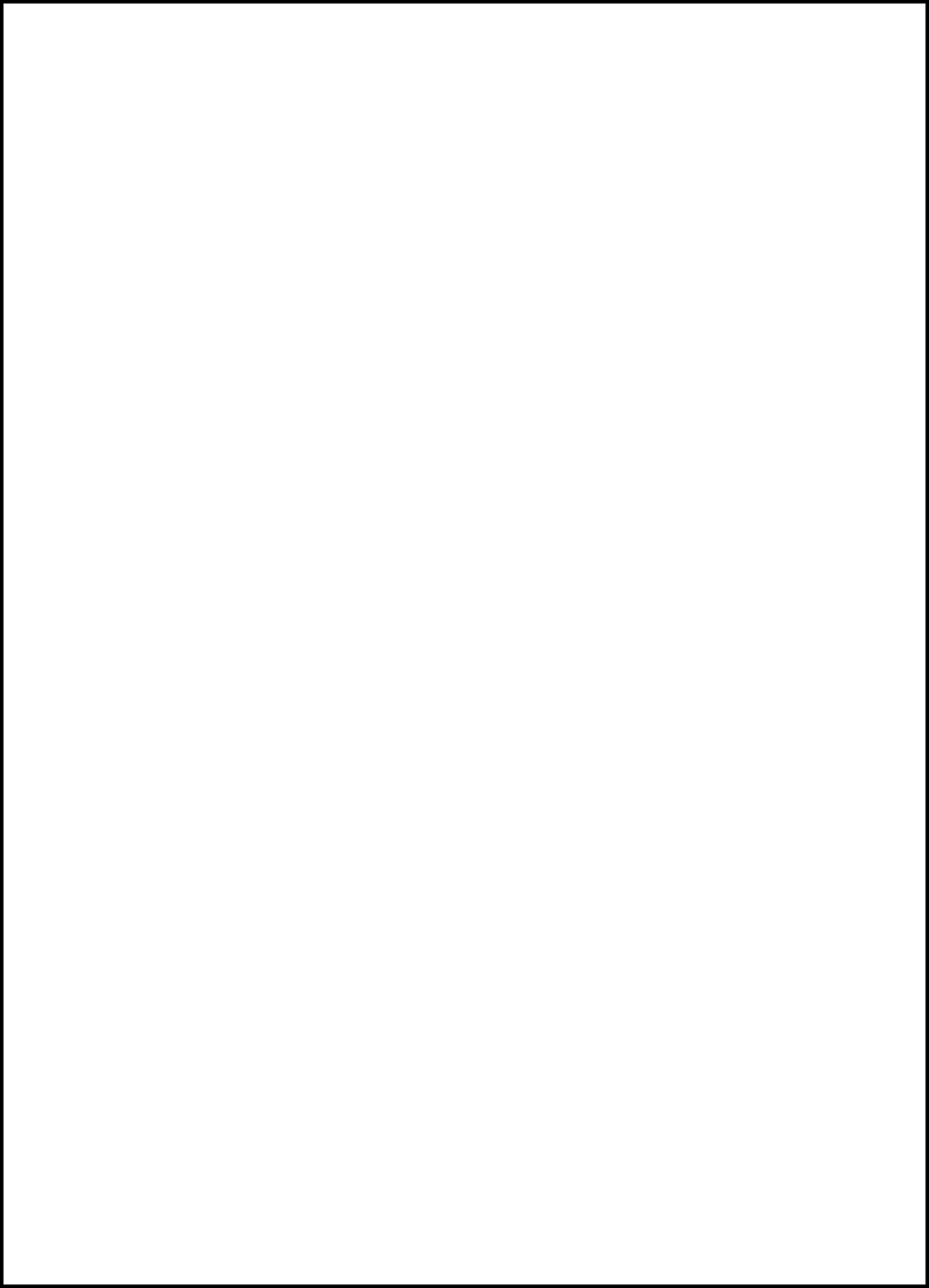
тельность партнерств *Raptor*, ушел в отставку. Уже после краха компании *Enron*, давая свидетельские показания в Конгрессе США, Скиллинг настаивал, что его отставка не имеет ничего общего с экономической катастрофой, постигшей его компанию.

Скиллинг отрицал, что знал о надвигающейся неизбежной гибели возглавляемой им компании, — возможно, помня о той роли, которую конгрессмены сыграли в “проталкивании” через Конгресс законодательства, давшего возможность компании *Enron* и ее аудитору, компании *Arthur Andersen*, вводить в заблуждение и обманывать общественность. Один из основных элементов этого законодательства был предложен в 1995 году Ньютом Гингричем в его “Контракте с Америкой”. Закон был представлен общественности как средство, ограничивающее возможности возникновения немотивированных судебных исков; на самом же деле он ограничивал ответственность аудиторских фирм и высших руководителей компаний и таким образом благоприятствовал появлению неоправданно оптимистических прогнозов таких руководителей компаний, как Джеффри Скиллинг. Поэтому когда один из допрашивавших Скиллинга в ходе слушаний — республиканец Билли Тозин — поинтересовался, каким образом могло случиться такое безобразие, Тозину следовало всего лишь вспомнить о 289 тыс. долл., полученных им в качестве пожертвований от аудиторских компаний (эта сумма превысила пожертвования любому другому конгрессмену), а также мысленно вернуться к опьяняющим дням так называемой “революции республиканцев”, когда он боролся за принятие столь благородно названного “Закона о реформировании судопроизводства по делам о ценных бумагах”.

Если вся эта история чему-либо и учит, так это тому, что хорошие времена порождают ненадежные цифры. Хорошие времена дают уверенность, уверенность превращается в само-

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПОД ВЛИЯНИЕМ ОБСТОЯТЕЛЬСТВ

надеянность, а самонадеянность ведет к чрезмерно оптимистическим прогнозам — вследствие того, что у руководства компаний начинается головокружение от достигнутых успехов и положения. Плохие времена заставляют проявлять осторожность, публика требует большей прозрачности; но затем возвращаются хорошие времена, а вместе с ними — ослабление требований к финансовой отчетности. Такое случилось после краха 1929 года — тогда правительство США осуществило разукрупнение трестов, за которыми скрывались убытки гигантских коммунальных компаний-холдингов; в начале 1970-х — тогда “лопнули” многие из “лучших пятидесяти” компаний США; в конце 1980-х годов — тогда произошел кризис кредитно-сберегательных фондов; такое же явление мы наблюдаем и сейчас.



Ставка не на акции, а на экономику

В ИНВЕСТИРОВАНИИ интуиция и анализ неразрывно связаны друг с другом. В середине 1970-х годов интуиция помогла мне осознать, что биржа сильно недооценивает активы многих компаний и эту стоимость можно реализовать. Но, воспользовавшись своей интуитивной догадкой, я был вынужден проделать кропотливую работу, оценивая разрыв между стоимостью активов компаний и устойчивой недооценкой этой стоимости рынком. А стоимость активов меняется с течением времени. Например, цена элитного дома на Пятой Авеню определяется не столько затратами на его сооружение, сколько тем, какую сумму за имеющиеся в нем квартиры готовы отдать покупатели в тот или иной момент времени.

Невозможность угадать, откуда появится новая идея: из общения с историком — исследователем древнего мира; с

художественным критиком, экономистом, журналистом или даже политиком? Недавно мы с женой отдыхали на озере Комо в северной Италии. Мы остановились в гостинице с видом на озеро. Каждый день мы прогуливались от нашей гостиницы к городской площади. Мы ходили в разнообразные рестораны и нанимали лодку, чтобы посетить другие города. Все это мне очень понравилось. Когда пришло время уезжать, я стал задумываться: вот было бы чудесно, если бы можно было приезжать сюда почаще. Тогда я вспомнил, что Цитер Шарп купил гостиницу *Carlisle Hotel*, вложив в это приобретение очень мало собственных средств. Мне пришло в голову, что и я могу сделать точно так же. Таким образом, стадию "озарения" я уже прошел. Теперь остается выяснить, как все лучше организовать. Первым делом я посоветовался с итальянским юристом. И поскольку я люблю работать с компаниями, я встретился с представителями фирмы, занимающейся гостиничным бизнесом.

За многие годы своей деятельности я наделал немало ошибок и у меня накопился достаточный негативный опыт, поэтому в большинстве случаев мое воодушевленные по поводу новых начинаний при их более пристальном рассмотрении быстро исчезает. Но наличие причины, позволяющей мне возвращаться к озеру Комо, — достаточный стимул, чтобы начать долгий процесс, который, возможно, приведет к деловому союзу.

Недавно я размышлял по поводу возможностей инвестирования в Индии, Китае и России. Не знаю, что стало причиной: чтение Толстого или то, что мой зять — американец индийского происхождения. Что бы меня не подтолкнуло, но сейчас я об этом размышляю. Мне кажется, что теперешний спад экономики США — до того, как мы из него выйдем, — будет серьезным и длительным. А вот когда спад закончится, следующий за ним подъем будет отличаться от того, что мы видели раньше.

ше. Вполне возможно, что очередной скачок биржевых цен произойдет в экономиках перечисленных стран, которые вместе охватывают свыше трети мирового населения. Ни одну из этих экономик не затронул последний биржевой "бум". У каждой из них — огромный потенциал, но также масса неизвестных факторов риска, и это отпугнет наиболее осторожных инвесторов.

Возьмем Россию. Гарантирует ли правительство права собственности и сможет ли оно установить верховенство законов? Прошлое России не дает поводов для оптимизма — ее правительства (так же, как и правительства Китая) неоднократно отказывались платить по государственным долговым обязательствам. На протяжении последних нескольких лет даже те западные инвесторы, которым удалось добиться определенных успехов, слишком часто сталкивались с ситуацией, когда у них отнимали их прибыльные и весьма рискованные предприятия — либо с помощью чиновничьих распоряжений, либо с помощью силы. Продолжит ли Россия реформировать свою налоговую систему, чтобы компании занимались бизнесом, не опасаясь "карательных операций" коррумпированных чиновников налогового ведомства? Россия уже приняла фиксированную ставку налога на доходы. Я считаю этот шаг неправильным.

Даже если ответ на перечисленные вопросы — твердое "да!", остается не менее важный вопрос: когда? Возможно, сейчас мы получим ответ быстрее, чем это было возможно до терактов 11 сентября: охота на Усаму бен Ладена предоставила России исторический шанс преодолеть недоверие и наладить более тесные экономические связи с США и Европой.

Если Россия на протяжении следующих пяти лет будет планомерно проводить последовательные реформы, инвесторы вернуться на ее рынок. Сейчас ее рынок настолько мал и неликвиден, что даже ограниченные вложения могут обеспе-

чить непропорционально высокий доход. Когда я пишу эти строки, акции на российском рынке продаются по цене, в два раза превышающей доходы на акцию (исключая акции крупных нефтяных компаний), что свидетельствует о пезнании международными инвесторами российского рынка. Даже если в результате российских реформ произойдет выравнивание цен по сравнению с другими рынками, вполне разумно ожидать, что в определенный момент акции будут продаваться по цене, в пять раз превышающей доходы на акцию (что опять-таки составляет всего лишь часть того высокого соотношения цены и дохода на акцию, которое характерно для бирж США). Также вполне логично предположить, что по ходу осуществления реформ увеличится приток инвесторов, начнется экономический рост, что приведет к увеличению доходности и усилит воздействие на (тогда уже повышающееся) соотношение цены и доходности на акцию. Цены на акции крупных российских компаний уже начали карабкаться вверх.

Какой рынок предложит лучшие возможности — американский, с ценами, установившимися из расчета на головокружительный рост доходов (несмотря на реальную вероятность дальнейшего сползания к рецессии), или российский, с невероятно низкими ценами (несмотря на улучшение многих его основных показателей)? Ответ на этот вопрос даст время.

Очевидно, подтверждаются мои предположения о роли процентных ставок. Процентные ставки служат хорошим индикатором общего мнения о будущих перспективах развития экономики. Если в экономике спад, то центральные банки обычно снижают процентные ставки, чтобы стимулировать инвестиции и уменьшить тяжесть долговых обязательств. Если экономика на подъеме, то банкиры начинают беспокоиться уже не по поводу рецессии, а по поводу возможного роста инфляции, и стремятся повысить процентные ставки, чтобы

уберечь экономику от "перегрева". Общее настроение рынка находит свое яркое отражение в процентных ставках, зафиксированных во фьючерсных контрактах, заключаемых на различных биржах.

Мой любимый фьючерсный контракт — опцион "колл" на покупку евродолларов. Он представляет собой хорошую иллюстрацию того, исходя из каких соображений я принимаю решение о покупке или продаже. Хотя опцион "колл" на приобретение евродолларов и считается чрезвычайно хитрым и хитрым инвестиционным инструментом, я руководствуюсь соображениями более простыми. К использованию этой системы я пришел без помощи компьютера или калькулятора, просто пользуясь теми знаниями об экономике, которые я почерпнул у отца и брата Джея.

Свою первую операцию на рынке евродолларовых опционов "колл" я провел в 1994 году. Начиная с 1960-х годов, в моменты, когда моя оценка перспектив развития экономики расходилась с общим настроением рынка, я иногда делал инвестиции с учетом динамики движения процентных ставок. Хорошую возможность для осуществления подобного рода инвестиций предоставил рынок евродолларов.

Евродоллар — это попросту доллар, оказавшийся за пределами США (вследствие либо оплаты американскими фирмами поставок импортных товаров, либо покупки долларов иностранцами для хранения своих сбережений в стабильной валюте, либо накопления правительствами других стран долларов с целью пополнения своих золотовалютных запасов). Если вы летите самолетом из Нью-Йорка в Лондон и у вас в кармане есть доллар, вы, как волшебник, можете превратить его в евродоллар, положив на счет в коммерческом банке после своего прибытия в аэропорт Хитроу.

Рынок евродолларов появился в 1970-е годы, когда США захлестнула инфляция и большое количество долларов хлынуло за пределы страны. Рынок евродолларов собрал воедино доллары-“эмигранты”, чтобы ими можно было легко торговать, не отправляя их назад в США и не расшатывая стабильность мировой денежной системы. Евродолларовый “колл” — это контракт (называемый опционом), дающий инвестору право покупать евродоллары в определенный момент времени в будущем.

При покупке опциона максимальный размер ваших потерь равен первоначально уплаченной цене, составляющей крохотную часть от основной суммы контракта. Например, цена 90-дневного фьючерсного контракта на сумму 1 млн. долл. при процентной ставке в 6% составляет всего лишь около 750 долл. Цена опциона определяется рынком, она колеблется в зависимости от изменений процентной ставки. Если процентные ставки возрастут и останутся на высоком уровне (в данном примере выше 6%), то мой опцион станет бесполезен и я потеряю 750 долл. Но если процентные ставки пойдут вниз, цена евродолларовых фьючерсов поднимется и я получу выгоду от огромного “финансового рычага”. Если процентная ставка спизится с 6 до 5, стоимость моего опциона “колл”, вероятно, вырастет приблизительно до 2500 долл., т.е. более чем в три раза превысит ту сумму, которую я за него заплатил. (Заработав деньги на этом рынке, моя племянница Джули вначале расстроилась — она решила, что получила доход за счет каких-то вдов или сирот. Я объяснил ей, что расчетливые банкиры, играющие на этом рынке, вполне способны отстаивать свои интересы.)

Для крупного инвестора выигрыш от использования “финансового рычага” при операциях с опционом “колл” может быть еще значительнее. Когда трейдер знает, что инвестор располагает значительными суммами, он может предоставить

памного большую маржу; в таком случае мой потенциальный выигрыш может увеличиться до соотношения 16 к 1 — если рынок будет развиваться в предполагаемом мной направлении. Даже учитывая возможность потери вложенных средств, я оцениваю вероятность получения дохода как 4 к 1, а это отличный показатель соотношения риска и вознаграждения.

Потенциальные возможности, возникающие при инвестировании в опционы “колл”, делают последние дешевым видом страховки на случай экономического спада, в результате которого снижается стоимость других видов инвестиций. Спад обычно сопровождается сокращением объемов строительства, падением спроса на капитал, уменьшением количества желающих получить займы. Эти факторы заставляют правительство понижать процентные ставки для стимулирования экономического роста. Конечно, бывают исключения из правил, добавок существует множество неизвестных факторов; но вполне резонно предположить, что процентные ставки будут и дальше снижаться. Евродолларовые контракты “колл” дают возможность еще больше “раскрутить” “финансовый рычаг”, поскольку в большинстве случаев при снижении процентных ставок краткосрочные ставки снижаются в большей степени, чем долгосрочные.

Эти контракты имеют и другие преимущества. Используемый “финансовый рычаг” делает стоимость опциона чрезвычайно изменчивой. За один день она может снизиться или повыситься на величину до 12%. Если на рынке происходит снижение ставок, цена контракта может возрасти до приемлемого уровня задолго до истечения срока действия опциона, и я могу продать свой пакет со значительной прибылью. Кроме того, громадные объемы этого рынка в определенной мере защищают его от манипуляций. Обычно каждый день совершается более миллиона операций по 90-дневным контрактам при

номинальной стоимости каждого из них в 1 млн долл. Еще одно преимущество состоит в том, что расчеты осуществляются по правилам рынка наличных сделок. И поскольку расчетная цена определяется посредством усреднения процентных ставок, устанавливаемых тринадцатью крупнейшими банками Лондона, инвесторы могут быть уверены, что цена отражает общее мнение, существующее в данный момент на рынке.

По сути, евродолларовый "колл" — один из наиболее выгодных способов зарабатывания денег на будущих процентных ставках, дающий возможность инвестору использовать значительный "финансовый рычаг" и ограничивающий его риск. В последнее время я отошел от инвестирования в акции, посчитав, что возможность получения дохода при игре на колебаниях процентных ставок выше, чем на рынке переоцененных акций.

Чтобы понимать факторы, влияющие на колебания процентных ставок, необходимо иметь знания, опыт и уметь анализировать постоянно меняющееся положение на рынке. Но большая часть необходимой информации доступна широкой публике; часть информации можно получить от учреждений, отслеживающих результаты биржевых торгов и состояние экономики.

Я научился находить связь между положениями экономической теории и ежедневными событиями, наблюдая за тем, как мой отец вкладывал свои средства. Он следовал своей теории о взаимосвязи капитальных затрат, доходов и курса развития экономики. Я так и не дочитал до конца его книгу, но ее прочел мой брат, и долго еще после смерти отца я обращался к Джею, а затем и к Дэвиду, превратившим идеи отца в совокупность инструментов экономического прогнозирования.

Используя идеи отца, а также исходя из множества других предпосылок, в 2000 году я пришел к твердому убеждению, что

настала пора глубокого и продолжительного экономического спада (В исследованиях моего брата по сути утверждалось что проблемы возникли еще раньше) Но мой вывод не совпал с общим настроением рынка, рынок фьючерсов в 2000 и 2001 годах предвещал быстрое оживление экономики Я же летом 2000 года опасался не только спада экономики, но и неблагоприятного влияния, которое окажет на все еще заваленные биржевые курсы замедление или замирание потребительской активности — в условиях, когда и компании, и потребители столкнулись с проблемами, связанными с ростом задолженности и ужесточением условий предоставления кредитов

Итак прогноз большинства участников рынка состоял в том, что в экономике США последует резкий спад, а затем резкий подъем - по образцу так называемой V образной кривой У меня было иное мнение - конечно, не из-за вероятности какого-либо зерката в будущем В феврале 2001 года я ожидал, что процентные ставки упадут к концу года до 3% (как оказалось, мой прогноз был слишком осторожным) Я считал после того как рынок приспособится к новым обстоятельствам, понижение ставки до 3% должно привести к повышению цены свородларового контракта стоимостью 750 долл до 3575 долл

Я рассказал нескольким коллегам о своем "евродолларовом" плане, но мало кто из них решился ему последовать - возможно, некоторые не поняли суть плана, другие отреагировали так же, как Макс Опенгеймер сорок лет тому назад (Когда я пытался убедить его использовать новые инвестиционные возможности, он объяснил мне проблема не в том, каков характер предлагаемых идей — консервативный либо спекулятивный, проблема в том, как эти идеи воспримет большинство инвесторов)

Уже сейчас я вижу признаки того, что опытные профессиональные инвесторы по новому взглянули на Россию Осенью

2001 года я был приглашен на обед в клубе Рокфеллер-Центра, организованный Джеком Бримбергом (братом покойного Роберта Бримберга, более известного читателям книги *The Money Game* как Скарсдейл-Фэтс). На встрече обсуждались перспективы России. Присутствовали свыше десятка представителей хеджинговых фондов и частных инвестиционных фирм. Сомневаюсь, что двумя годами раньше, — когда в памяти еще были свежие воспоминания о российском дефолте 1998 года, — на подобное мероприятие собралось бы больше двух-трех биржевиков с Уолл-Стрит. Да, время на рынке репает все.

В стрессовых ситуациях иногда даже минуты могут показаться вечностью. Раньше Федеральная резервная система США издавала брошюры, которыми следовало пользоваться в случае неуправляемого падения цен на бирже. Книга предназначалась для служащих Федерального резерва и содержала точные указания к действию и необходимые телефонные номера. В зависимости от обстоятельств служащий открывал указанную книгу и находил инструкции типа "Позвольте господину Тохура в Банк Японии по такому-то номеру и скажите ему следующее..." Идея состояла в том, что в кризисной ситуации время на бирже настолько ценно, что служащий не должен искать фамилии и номера телефонов или даже раздумывать о том, что сказать.

Я стал свидетелем нескольких биржевых кризисов — и как "пострадавшая сторона", и как безобидный наблюдатель, и как участник. В разгар знаменитой атаки Джорджа Сороса на британский фунт стерлингов 16 сентября 1992 года британская пресса обливала его грязью и называла "человеком, разорившим Английский Банк"; я же тогда считал, — да и сейчас считаю, — что Соросу за его заслуги перед британской экономикой следовало бы пожаловать рыцарское звание. Срок, в теч-

ние которого произошли те судьбоносные события, составил всего лишь один день...

Эта финансовая драма разыгрывалась на фоне политического лавирования, затеянного накануне создания евро. В то время Соединенное Королевство готовилось ко вступлению в Европейский Союз. А значит, ему необходимо было удерживать свою валюту в пределах обменных курсов, установленных Маастрихтским договором. Обычно правительства укрепляют валюту, повышая процентные ставки, — такая политика вызывает приток капитала, ищущего возможности для получения большой прибыли.

Но в 1992 году сама мысль о том, что Великобритания может повысить процентные ставки, казалась совершенным безумием. Экономика страдала от нехватки денег. Вследствие того, что курс британского фунга держался на высоком уровне по сравнению с другими валютами, ориентированные на экспорт отрасли страдали из-за неблагоприятного соотношения цен. Таким образом, британские компании страдали вдвойне: и из-за высоких процентных ставок (тормозивших инвестиции), и из-за сократившихся экспортных возможностей. Тем не менее когда немецкий Бундесбанк поднял ставки, реагируя на динамику инфляционных процессов, ставшую следствием осуществленных раньше затрат на присоединение Восточной Германии, Английский Банк ответил тем же.

Британское правительство пыталось решать проблемы, оглядываясь назад и осторожничая. Джордж Сорос смотрел вперед, смело и целенаправленно. Он понимал, что фунт переоценен и британская казна не сможет себе позволить поддерживать такой высокий курс бесконечно.

Падение курса фунта стерлингов принесло бы пользу экспортерам — их товары стали бы дешевле по сравнению с товарами производителей из других стран, а у Английского

Банка стало бы меньше причин искусственно поднимать процентные ставки, что помогло бы тем, кто желал получить кредит. Джордж всего лишь поспособствовал естественному ходу событий. Я сделал небольшое вложение и также присоединился к игре.

Итак, Сорос готовил атаку на фунт. До этого консорциум европейских банков купил по поручению Английского Банка приблизительно 10 млрд. фунтов. Сорос обратился к консорциуму с предложением продать эти 10 млрд. фунтов "без покрытия" — по сути, занимая фунты по существующему тогда высокому обменному курсу. Если бы стоимость фунта упала, он мог бы отдать долг более дешевыми фунтами и положить разницу себе в карман. Банки поняли намерения Сороса и сообразили, что смогут получить доход за счет разницы в курсах купли-продажи на обоих этапах этой операции. И они "дали добро" Соросу совершить эту массивную продажу "без покрытия". Подключились и другие желающие продавать фунт "без покрытия". Английский Банк подвергся невыносимому давлению и был вынужден опустошать свои валютные резервы, покупая фунты и пытаясь предотвратить падение их курса.

Но фунт стерлингов был обречен. Валютные резервы Соединенного Королевства в долларах (по существу, единственной валюте, служившей обеспечением фунта) истощались. В конце концов Британия кантулировала, отменила решение о подъеме процентных ставок и перестала препятствовать падению курса фунта. Через некоторое время естественные рыночные механизмы обеспечили оживление экономики. Британское правительство могло бы сэкономить себе довольно много денег, просто выписав Соросу чек на круглую сумму (только за один день 16 сентября он заработал 1 млрд. долл.). Еще лучше было бы вовремя признать всю безрассудность попыток преодолеть рыночные силы и позволить курсу фунта

опуститься до своего естественного уровня. Вот из-за подобного подхода Британия, поверное, и потеряла тринадцать своих колоний¹.

Но правительства не склонны признавать экономические реалии, и это создает значительные возможности для инвесторов. Когда во время азиатского финансового кризиса 1997 года стало очевидным ослабление тайландской экономики, правительство Таиланда могло упередить любые атаки на свою валюту — тайландский бат, — если бы не препятствовало понижению ее курса. (По сравнению с Китаем и другими азиатскими соседями Таиланд был в более невыгодном положении из-за большей стоимости его рабочей силы; случилось и произошедшее в пору экономического бума чрезмерное увеличение объемов строительства в стране.) Почему правительство Таиланда не позволило действовать рыночным механизмам? Ответ очевиден, если выяснить, кто пострадал бы от падения курса. Падение курса увеличило бы расходы элиты, благосостояние которой больше всего зависело от импорта. Кроме того, многие из наиболее влиятельных семей и бизнесменов Таиланда имели долги, денонинированные в долларах.

Вместо девальвации Банк Таиланда припаялся всеми силами поддерживать курс бата. Это оказалось фатальной ошибкой — инструмент, созданный правительством для защиты бата, как раз и стал для биржевых спекулянтов тем средством, в котором они нуждались для проведения валютной атаки. В начале 1997 года правительство Таиланда начало продажу фьючерсных контрактов на поставку долларов по определенному курсу на определенные даты в будущем. Неожиданно в распоряжении спекулянтов оказались контракты, дающие им

¹ Речь идет о тринадцати штатах, первоначально составлявших США -- Прим. ред

возможность осуществлять массированные продажи валюты “без покрытия”.

Продавая эти контракты “без покрытия” (а значит, обязуясь выплатить определенную сумму в батах на определенную дату в будущем), спекулянты исходили из того, что тайландскому правительству придется произвести девальвацию своей денежной единицы, потому что у него не останется “твердой” валюты, необходимой для удовлетворения обязательств по данным контрактам. Вот тогда спекулянты рассчитывали оплатить контракты “подшепевшей” валютой и получить доход от разницы курсов.

Было очевидно, что Таиланд никак не сможет выполнить обещания, содержащиеся в миллиардах фьючерсных контрактов, изданных его центральным банком. Все это понимали. Единственное, что оставалось неизвестным, — это объявит ли правительство Таиланда дефолт, что погубит и спекулянтов, и тайландскую экономику, или произведет девальвацию своей денежной единицы.

Ход событий предугадать было несложно — человеческая алчность и глухость создавали благоприятную почву. Я также зарабатывал деньги, пользуясь этими человеческими “слабостями”. Компания *Milwaukee Road* потому и принесла огромные доходы, что “клеймо” банкротства и неутешительная история развития железных дорог мешали осознать появление чрезвычайно выгодной возможности. Нереалистичное восприятие будущего, заключенное в оценках евродолларовых контрактов “колл”, также иллюстрирует характерную человеческую слабость: склонность представлять себе будущие события как некое повторение прошлого, игнорируя при этом произошедшие существенные изменения. Если вложения в России оправдают мои предположения относительно их прибыльности, то мы получим еще один пример выгодной возможности, возникшей

вследствие неверного прогноза, сделанного инвесторами, оставшимися заложниками представлений недавнего прошлого.

Большую часть жизни я не считал себя богатым человеком. По сути, лишь несколько лет тому назад я полностью рассчитался с долгами. На первый взгляд мое заявление может показаться излишней скромностью, но нужно учитывать, что на протяжении последних пяти лет некоторые очень богатые инвесторы были вынуждены беспомощно наблюдать, как тают их богатства. И у меня не было причин считать, что я защищен от прихотей судьбы, низвергающих сильных мира сего.

Человек, имеющий много денег, не располагает большим выбором, кроме как инвестировать их или делать благотворительные пожертвования. В благотворительности я использую тот же подход, что и в инвестировании — стратегический. Как правило, отдавая деньги на благотворительность, я предпочитаю, чтобы они служили определенной цели или идее. Я, например, выделил средства археологу из Йельского университета, изучающему влияние климата на расцвет и упадок цивилизаций в районе равнины Набур на территории нынешней Сирии. Открытия этого ученого, довольно критически воспринятые в кругах археологов, свидетельствуют в пользу того, что причиной гибели аккадской цивилизации 4200 лет назад стала не гражданская война или вторжение неприятелей, а жесточайшая засуха. В настоящее время я также выступаю спонсором междисциплинарной программы Института Рокфеллера и Института перспективных исследований, занимающейся математическим моделированием эпидемий. Люди приходят ко мне с идеями, но довольно часто у меня самого возникает вопрос, на который я хотел бы получить ответ; тогда я стараюсь убедить соответствующую организацию заняться этим вопросом.

Многие из моих усилий в сфере благотворительности направлены на поддержку археологии и искусства. Я финанси-

рую раскопки в городе Ашкелон в Израиле, поскольку мне интересно, влияние каких культур может обнаружиться при подобного рода пропикновении в прошлое. Найденная нами древнеримская арка, построенная более чем за тысячу лет до расцвета могущественного древнеримского государства, — как раз и представляет подобного рода сюрприз, на который мы рассчитывали. Данное открытие доказывает высокий уровень развития, достигнутый цивилизацией филистимлян. Лоренс Стейджер, археолог из Гарварда, с самого начала отвечавший за ведение раскопок, утверждает, что филистимляне — это микенские греки, основавшие свои государства на восточном побережье Средиземного моря. Познакомившись со многими археологами, мы обнаружили один из секретов их профессии: археологи любят проводить раскопки, но не всегда публикуют результаты своих исследований, и одна из причин этого — нехватка средств. Поэтому мы основали при Гарвардском университете фонд, финансирующий издание археологической литературы, и вот уже много лет осуществляем финансовую поддержку ученых со всего мира, публикуя отчеты о раскопках, многие из которых были завершены полстолетия тому назад.

Я также считаю, что студенты, изучающие историю искусств, должны иметь возможность увидеть предмет своего изучения. С этой целью я основал при Институте изящных искусств в Нью-Йорке программу, предоставляющую гранты студентам, успешно окончившим первый курс магистратуры; они получают средства, чтобы провести лето в любом уголке мира, куда их могут завести их академические интересы.

Как и в бизнесе, в благотворительности я предпочитаю работать с конкретными людьми, а не абстрактными учреждениями. Когда я основывал *Levy Economics Institute of Bard College*, я стремился поддержать людей и их идеи. Идеями были увлечения моего отца, показывающие движения доходов и,

следовательно, курс развития экономики. Человеком, которому я оказывал поддержку, был Леон Ботстайн, президент Бард-колледжа. Впервые я встретил его в 1970-е годы. Леон — чрезвычайно умный и прозорливый человек.

Институт расположен в прекрасном здании на берегу реки Гулзон. Это исследовательское учреждение объединяет ученых, занимающихся теми же проблемами, которые заинтересовали моего отца в 1912 году; его цель — оказывать влияние на видных предпринимателей, лидеров профсоюзов, членов правительства с целью решения неотложных экономических проблем нашего времени.

Когда я впервые пожертвовал средства на Бард-колледж, он был на грани банкротства и, возможно, обанкротился бы, если бы не мое вмешательство. Теперь его финансовое положение укрепилось. Мои жертвования Бард-колледжу за многие годы составили около 100 млн. долл. Я готов предоставлять такие большие суммы, так как считаю, что гуманитарное образование жизненно необходимо и в то же время оно находится под угрозой. Даже в суперконкурентном мире Уолл-Стрит большинство “великих умов” получили свое образование в различных областях гуманитарных наук. Изучение искусств, философии, истории и политологии дает студентам возможность жить полной, интересной жизнью и делать свой вклад в развитие общества.

Когда я финансирую учреждения типа Бард-колледжа, я стараюсь лишь минимально вмешиваться в конкретные вопросы распоряжения средствами. В конце концов, нет никаких оснований считать себя умнее руководителя такого учреждения. Вот почему я весьма популярен — большинство спонсоров с большим удовольствием профинансирует строительство здания, которое впоследствии будет носить их имя. Редко встречаются “филантропы”, жертвующие деньги на незаметную работу

по рутинному обеспечению жизнедеятельности учреждений. Однако мой подход основан исключительно на здравом смысле: если есть сомнения, смогут ли люди, которые получают деньги, найти им разумное применение, наверное, лучше им денег вообще не давать. Подход тот же, что и в инвестировании.

Мое общение с некоторыми "грандами" естественных наук помогает осознать незначительность своих личных достижений. Достаточно один раз переговорить со специалистом по космологии из Института перспективных исследований, и любые достижения на нашей крохотной планете покажутся ничего не значащей мелочью. Единственное, в чем мы можем попробовать преуспеть, — это оставить после себя наследство в виде добрых дел.

Сомнения, возникшие у меня относительно эфемерности моего успеха, попытался несколько развеять Филипп Де Монтебелло — директор знаменитого нью-йоркского Музея искусств "Метрополитен". Однажды он пришел ко мне домой на обед, чтобы попросить о помощи в сооружении новой пристройки к музею для экспозиции коллекций древнегреческого и древнеримского искусства. Говоря об этом проекте, он увлекся и в какой-то момент предложил мне, чтобы флигель "вошел в века" под моим именем и именем Шелби.

Понимая, что когда-нибудь в будущем какой-нибудь преемник Филиппа, вероятно, решит сделать такое же предложение еще не родившемуся спонсору, я спросил: "А сколько продлится это 'в века'?" Мой собеседник не раздумывая ответил: "В вашем случае — пятьдесят лет". Я рассмеялся, затем на минуту задумался, а потом предложил увеличить срок до семидесяти пяти лет — мне подумалось, что моей дочери Трейси будет обидно, если при ее жизни переменят название. Филипп согласился, и у Музея искусств "Метрополитен" появилась новая пристройка.

Уважай отца своего

СИСТЕМЫ, обеспечивающей гарантированный выигрыш на рынке, не существует — ведь будущее никогда не станет простым повторением прошлого. В 2001 году финансовые аналитики постоянно повторяли как заклинание, что через полгода после двух последовательных снижений процентной ставки на рынке всегда наблюдается подъем. Но прошел год, произошло одиннадцать снижений процентной ставки, а положение на бирже характеризуется все той же депрессией. Рынок живет своей собственной жизнью; моя же жизнь, посвященная инвестированию, позволила мне развить чутье, подсказывающее, каким образом взаимодействуют биржа и экономические факторы.

В последние годы многие мои идеи и разрабатываемые мной инвестиционные стратегии были направлены на продолжение работ отца. Я обращал особое внимание на вероятный курс развития экономики, а не на перспективы отдельных

акций, поскольку рынок акций все еще переоценен. Для всех, кто меня знает, мое мнение относительно состояния экономики не станет новостью. У меня нет магического кристалла, но я рискнул бы предположить, что наша экономика находится на ранней стадии продолжительной рецессии, а курс доллара будет падать.

Любое предположение о будущем развитии событий — это вероятностная оценка. В данном случае вероятность своего прогноза о продолжении рецессии и падении курса доллара я бы расценил достаточно высоко — скажем, как 2:3. Данное соотношение может показаться не очень внушительным, но мир устроен весьма сложно, и 2/3 вероятности — это значительно больше, чем 1/2. Конечно, не только я делаю подобные прогнозы. В прессе появляются многочисленные статьи, в которых высказываются сомнения по поводу устойчивости экономического подъема и выражается беспокойство из-за того, что текущая рецессия, возможно, будет характеризоваться двумя последовательными периодами спада. Если моим предположениям суждено сбыться, то не потому, что я правильно рассчитал соотношения между такими явлениями, как понижение процентной ставки и развитие экономической активности, а потому, что факторы, определяющие экономическое развитие и впервые описанные моим отцом, опять доказывают свою значимость.

Мой прогноз непосредственно основывается на экономических идеях отца и на его понимании той роли, которую играют в экономике доходы компаний. Несмотря на то, что в последние годы в экономике произошли большие изменения, уровень индивидуальных сбережений населения и уровень вложений компаний в средства производства оказывают все то же влияние на образование доходов, как и почти 100 лет назад. Если пресса накопила долговых обязательств и обеспокоенность относи-

тельно будущих перспектив развития экономики приведут к повышению уровня чистых сбережений до исторически сложившейся средней величины в 6–10%, то страну ожидают серьезные проблемы. Это нужно учитывать. По наблюдениям отца, при росте уровня сбережений падает уровень доходов компаний. На данный момент рост уровня сбережений на 1% ведет к снижению корпоративных доходов на сумму около 75 млрд. долл. Это не стабильное соотношение, но такая причинно-следственная зависимость существует — отчасти из-за той громадной роли, которую в экономике США играет потребление. Если в среднем годовой корпоративный доход составляет порядка 680 млрд. долл. (максимальный показатель в 860 млрд. долл. был достигнут в годы экономического бума), то, следовательно, 1%-ное увеличение уровня сбережений сократит общий доход компаний приблизительно на 11%. (Если уровень корпоративных доходов будет и дальше падать, то следующие 1%-ные увеличения уровня сбережений будут “съедать” еще большую часть доходов.) Сейчас уровень сбережений немного повысился по сравнению с низкими показателями недавнего прошлого и составляет 3%. Рост данного показателя еще на 3% “урезал бы” корпоративные доходы на 225 млрд. долл., что стало бы страшным ударом для экономики.

Снижение доходов ведет к сокращению инвестиций, а значит, и к появлению меньшего количества новых рабочих мест и массовым увольнениям. Это также будет оказывать давление на курсы акций в сторону их понижения. А поскольку теперешние цены акций все еще отражают ожидания не реальных по своему размаху прибылей, инвесторам, поверное, придется пережить довольно неприятные потрясения. Если положение в экономике не изменится, то возобновление экономического спада может в итоге затормозить рост цен на недвижимость или вызвать их понижение, а это чревато серьезными послед-

ствиями и для экономики, и для потребительской психологии — все-таки стоимость дома составляет значительную часть состояния средней семьи. Падение цен на бирже негативно отразится и на пенсионных фондах, а также на их возможностях обеспечить вкладчикам те пенсионные выплаты, на которые они рассчитывают.

В конце 1990-х годов американцы пережили потребительский “бум”. Он был отчасти вызван иллюзией богатства, сложившейся вследствие необоснованного раздувания цен на биржах и постоянно растущих цен на недвижимость. Американцы оплачивали свой потребительский “разгул” кредитными карточками, накапливали долги, брали ссуды под залог жилья. И вот сейчас долги у американцев остались, но они уже не могут беспечно рассчитывать на то, что улучшающаяся ситуация на рынке поможет им вышутаться. Ввиду снижающегося спроса на свои товары предприниматели постараются сократить расходы, и многие работники потеряют работу. Судя по всему, потребительский “бум” постепенно сойдет на нет, и люди станут более реалистично оценивать свои финансовые возможности. Весной 2002 года только 21% респондентов, опрошенных агентством *Moody's Investors Services*, ожидали увеличения своих доходов в течение следующих шести месяцев; данная цифра значительно ниже средней величины в 25,7%, полученной по результатам опросов 1996–2000 годов. В первом квартале 2002 года реальные ликвидные активы, приходящиеся на одного работника, в среднем упали на 24%. Реальное положение на рынке будет все опутимее влиять на финансовое положение американцев. В результате вырастет уровень сбережений и снизится уровень доходов. Поэтому те, кто считает, что сейчас наблюдается оживление экономической ситуации, будут сильно разочарованы.

Только резкое увеличение спроса на американские товары, такое как во время Второй мировой войны, могло бы заставить компании нарастить свои производственные мощности и увеличить количество работающих. Рост потребительского спроса улучшил бы и положение компаний, и настроения потребителей.

Потребители могут и по сей день питать неразумный оптимизм, но такое положение наверняка долго не продержится. Действительно, в последнее время они тратили столько денег, что отложенный спрос, который мог бы стимулировать дальнейший рост потребления, упал до весьма незначительного уровня. Кроме того, все крупные экономики продолжают стагнировать (заметны некоторые признаки экономического оживления в Японии, но вряд ли она сможет стать значительным рынком сбыта американских товаров); почти в каждой отрасли имеются незагруженные производственные мощности. Таким образом, даже при возникновении неудовлетворенного спроса у компаний не будет особой необходимости осуществлять новые капитальные затраты.

В январе 2002 года правительство предоставило потребителям налоговые льготы на сумму 80 млрд. долл., которой достаточно для компенсации сокращения доходов, вызванного приблизительно 1%-ным ростом сбережений. Налоговые льготы для компаний увеличат суммы корпоративных доходов, а повышение военных расходов станет поддержкой для некоторых отраслей промышленности.

Но в условиях бюджетного дефицита Конгресс вряд ли сможет продолжить раздачу налоговых льгот. Кроме того, увеличение военных расходов имеет свои пределы, а компании не станут строить новые заводы, пока не убедятся в существовании устойчивого долговременного спроса на свои товары. И если потребители вернуться к той практике сбережений,

которая была привычной для них на протяжении большей части истории страны, нам потребуется принять огромный пакет стимулирующих мер, чтобы компенсировать 225-миллиардное снижение корпоративных доходов.

Норма сбережений — всего лишь один из нескольких факторов, влияющих на формирование доходов. Наши будущие перспективы также омрачены отрицательным сальдо нашего торгового баланса. Уже довольно продолжительное время США покупают значительно больше нефти и товаров из других стран, чем продают. С 1981 года, за исключением одной кратковременной “паузы” в начале 1990-х годов, торговый баланс США оставался отрицательным. До середины 1990-х такое положение не оказывало негативного влияния на благосостояние американцев, потому что иностранцы, продающие свои товары в США, с готовностью инвестировали заработанные доллары в Америке, благодаря чему, несмотря на превышение импорта над экспортом, сохранялось относительное равновесие. Но прошло время, и иностранцы стали вывозить капитал на суммы, превышающие суммы их инвестиций. К концу 2001 года эта тенденция усилилась.

Отрицательное сальдо торгового баланса означает, что огромное количество долларов оказывается в руках иностранцев. Имея эти доллары, они либо инвестируют их в активы, расположенные на территории США, либо покупают акции или билеты Казначейства США. До 2001 года инвестиции в Америке обеспечивали хорошую отдачу — курс доллара постоянно повышался, обеспечивая инвесторам прибавку к доходам от инвестиций в недвижимость, акции, облигации и активы компаний. На сегодня средства иностранных инвесторов составляют около 2,2 трлн. долл. — порядка 22% ВВП США. Этой астрономической суммы вполне достаточно для того, чтобы превратить иностранцев в крупного игрока, ока-

ывающего значительное влияние на судьбу нашей экономики. Поэтому можно сказать, что наше благосостояние зависит от настроения иностранных инвесторов. К сожалению, оценивая нынешнее положение той экономики, в которую они вложили свои богатства, они, видимо, нервничают.

Еще в 2001 году иностранные инвесторы знали, что следующее десятилетие начнется с бюджетного профицита (а это было хорошим знаком для всех, кто имел доллары); сейчас же они видят возобновление дефицитного финансирования бюджета. Никто уже не говорит о выплате государственного долга — идея в любом случае сумасбродной. В прошлом иностранные инвесторы считали США сторонником свободной торговли и честного предпринимательства; сейчас они становятся свидетелями того, как правительство вводит пошлины на импорт стали, а многочисленные крупные компании оказываются замешанными в скандалах с злоупотреблениями в ведении бухгалтерской отчетности. Иностранные инвесторы также видят, что долги частных компаний достигли астрономической отметки, а балансы корпораций день ото дня ухудшаются.

Но мы упускаем из виду еще более устрашающие картины. В таких странах, как Китай и Индия, постепенно набирают силу экономики, основанные на дешевой рабочей силе, и они пытаются конкурировать с США. В самих же США выпущены триллионы долларов производных финансовых инструментов. Эти деривативы включены в активы практически каждой крупной финансовой инвестиционной компании. Мы уже имели возможность оценить тот урон, который может постигнуть финансовая система в том случае, если “умпики”, вроде фонда *LTCM*, просчитаются в своих играх на рынке деривативов. Если катастрофа заденет гигантские финансовые корпорации,

поддерживаемые правительством, такие как *Fannie Mae*¹ или *Freddie Mac*², то, в свою очередь, пострадают и многие крупные институциональные инвесторы. Такие перспективы не придадут уверенности держателям “долларовых” активов.

Не стоит забывать, что иностранцы, владеющие “долларовыми” активами, — умные люди. Они понимают, что американские политики вынуждены влиять на экономику таким образом, чтобы обеспечить свое переизбрание. Иностранцы знают, что избранные лидеры готовы даже отбросить свои идеологические предпочтения, лишь бы угодить электорату. Решение администрации Буша, — проявляющей консерватизм во всех других отношениях, — ввести пошлины на импорт стали послужило своевременным напоминанием для тех, кто, возможно, забыл об этом главном правиле американской политики. Иностранцы также осознают, какой самый желанный (не считая пошлин) подарок американское правительство может сделать компаниям, работающим в основных отраслях американской экономики. Имеется в виду девальвированный доллар, низкий курс которого будет способствовать увеличению американского экспорта в другие страны. У правительства США будет большое искушение допустить снижение курса доллара, но такой шаг может не дать желаемого эффекта — другие страны могут также провести соответствующую девальвацию курсов своих денежных единиц.

Весной 2002 года курс доллара начал падать. Поскольку движения валютных курсов обычно меняют направление медленнее, чем цены на другие виды активов, весьма вероятно, что

¹ Федеральная национальная ипотечная ассоциация — от *Federal National Mortgage Association* — Прим ред

² Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита — от *Federal Home Loan Mortgage Corporation* — Прим ред

доллар будет продолжать падать, а курсы других валют — соответственно повышаться.

Ослабление доллара обусловлено не быстрым нахождением подходящих альтернатив, а прежде всего желанием обеспокоенных продавцов "сбросить" валюту. Количество альтернативных доллару вариантов наверняка увеличится, и в некоторых случаях — независимо от тех факторов, которые обычно влияют на курсы конкретных валют. Например, курс японской иены может повыситься, несмотря на имеющиеся место отрицательные явления в японской экономике.

Но куда устремятся деньги, если люди, имеющие доллары, станут их продавать? В иены? Фунты? Швейцарские франки? Евро? Золото? Я не сразу воспринял евро серьезно. С момента решения о его введении я скептически относился к его перспективам. Евро казался мне детищем старшего поколения европейских политиков, пытавшихся во что бы то ни стало залечить раны, оставшиеся после двух мировых войн. Их вполне объяснимая поглощенность политикой, ставшая следствием двух опустошительных войн, привела к тому, что они упустили из виду очевидные экономические соображения. Ведь что случится с евро (да и с Европейским союзом, если уж на то пошло), если премьер-министр Италии или Испании будет вынужден сообщить своим избирателям, что во время экономического спада в их стране предвидится массовая безработица, которую можно избежать, лишь нарушив бюджетные требования, введенные немецкими, французскими и бельгийскими бюрократами? Политика, по сути, определяется на местном уровне, и у меня есть предчувствие, что политическое давление внутри отдельных стран в конечном итоге приведет к гибели евро. Возможно, это случится не скоро; а пока евро стал вполне достойной альтернативой доллару.

Весной 2002 года я наблюдал признаки, свидетельствующие о зарождающейся тенденции к падению курса доллара. Падение евро по отношению к доллару прекратилось. Как только произошла стабилизация курса евро и он начал расти, началось повышение стоимости золота. (Золото было традиционным "убежищем" для инвесторов в периоды неуверенности на рынке, и за исключением осени 2001 года, цена этого драгоценного металла с 1980-х годов постоянно снижалась.) Курсы иены и швейцарского франка по отношению к доллару также начали подниматься. Курс иены рос вопреки тому, что рейтинговые агентства рассматривали вопрос о понижении рейтинга государственных долговых обязательств Японии.

Время покажет, правильны ли мои рассуждения о перспективах доллара и евро. Естественно, может случиться и так, что большая часть моих предположений — ошибочна, и лишь меньшая — правильна. Но пока величина финансового выигрыша от моих верных прогнозов компенсирует потери из-за прогнозов неверных, можно считать, что все в порядке. Но крайней мере, имело таким образом мне до сих пор удавалось достигать успеха в инвестировании. Статистики могут посчитать такой подход безнадежным, но я успешно использовал его полстолетия.

Для читателей, ищущих на этих страницах секретную формулу достижения богатства, есть и хорошая, и плохая новость. Плохая новость состоит в том, что не существует скрытой от всех секретной формулы (не будем учитывать тех немногих наделенных властью людей, которые имеют доступ к конфиденциальной информации). Я в своих инвестициях почти всегда руководствовался открытой информацией. Возможно, некоторые инвесторы считают, что успешный финансист подобен Шерлоку Холмсу — в том смысле, что финансист ищет неясные свидетельства, дающие ключ к пониманию будущих

перспектив отдельных акций или рынков. Мне ближе подход Майкрофта Холмса, который сидел в кресле и раздумывал над сведениями, раздобытыми его братом.

Успех в финансах остается скорее искусством, чем наукой — наверное, попросту из-за причуд людской природы. И вот в этом-то и заключается хорошая новость: если инвестирование — искусство, то им можно овладеть. Для достижения успеха в финансах большое значение имеет опыт наряду с готовностью признать свои слабости и стремлением не повторять слишком часто одни и те же ошибки. Если вы, желая попрактиковаться, купите какие-либо акции, лучше всего приобрести их в небольшом количестве. И помнить, что обычно “практики” всегда добиваются лучших результатов, чем “академики”. Поэтому сразу же “входите в курс дела”.

Мой отец не одобрял мой выбор профессии, считая, что биржевики с Уолл-Стрит нередко получают незаслуженно большое вознаграждение за деятельность, не имеющую никакого отношения к общему повышению общественного благосостояния. И все-таки мне кажется — ему было приятно, что я решил попробовать применить его идеи на практике. И его идеи выдержали испытание временем, несмотря на множество вызовов и перемены, произошедших за эти полстолетия.

Если у меня и было какое-либо преимущество по сравнению с другими инвесторами, так это то, что мне повезло быть сыном Джерома Ливи. Отец рассматривал экономику не как средство получения дохода, а как средство совершенствования общества. И вот по прошествии почти столетия после того, как он завершил свой труд, у нас остаются все те же проблемы. Мы пережили период дерегулирования экономики, приведшего к искусственному экономическому буму. Сейчас предприниматели должны запомнить, что правительство призвано играть важную роль в нашей жизни —

ЗА КУЛИСАМИ УОЛЛ-СТРИТ

посредством определения налоговой политики, государственного регулирования экономики либо контроля над установлением уровня процентной ставки. Мы также до сих пор не нашли способа обеспечить полную занятость и благоприятный торговый баланс. И если мы, хотя бы частично, не решим эти проблемы, экономические трудности будут продолжаться. Экономика — так же, как и фондовый рынок, — будет подвергаться чрезмерным колебаниям конъюнктуры. Возможно даже, что мы опять станем свидетелями “дугих” биржевых ажиотажей.

Благодарности

Если бы не моя жена Шелби Уайт, не ее настойчивость и напряженный труд, я бы не написал эту книгу.

Мой брат Джей — наследник экономических трудов моего отца. Знания Джея были использованы мною при написании этой книги.

Уолли Шойер был моим компаньоном на протяжении многих успешных лет. Его отец Сай был моим наставником и многому меня научил.

С Джеком Нашем я работал вместе более пятидесяти лет. Без Джека не было бы компании *Oppenheimer* и большинства финансовых проектов, упоминаемых в этой книге.

Арчер Шерл-мл. тесно сотрудничал со мной в период образования фонда *Oppenheimer Funds*. Без участия Арчера фонд не достиг бы того успеха и был бы совершенно другим.

Изра Меркин — один из умнейших людей, которых мне довелось встретить на Уолл-Стрит. Несмотря на большую загруженность, он нашел время, чтобы перечитать рукопись книги. Мир делится на тех, кто стремится побольше забрать себе, и тех, кто всем готов поделиться с ближним; Изра — один из тех, кто всем делится с ближним.

Хадасса Брукс Морган, по профессии психоаналитик, а по сути — философ. Она оказала мне большую помощь. Это одна из умнейших женщин, которых я знаю.

Джералдин Фабрикант прочитала несколько страниц, когда я только приступил к работе над книгой, и убедила меня

продолжить начатое дело. По сути, если бы не ее похвальный отзыв, книги могло бы вовсе и не быть.

Нэнси Милфорд — мой очень дорогой друг. Она потратила массу времени, перечитывая рукопись вместе со мной, подсказывая новые темы и повороты сюжета.

Без моего агента Эстер Ньюберг не было бы вообще никакой книги.

Юджин Линден помогал мне работать над книгой. Юджину я обязан многими самыми ясными и лакопичными частями книги. Юджин — не только хороший друг, но и первоклассный писатель. Он автор нескольких книг об обезьянах и других животных, опыт общения с которыми очень пригодился ему при написании книги об Уолл-Стрит.

Мэтью Ричардз и Марк-Андре Пиджин — сотрудники *Levy Economics Institute of Bard College*. Оба они усердно работали, обеспечив меня фактографическим материалом для книги. Их труд для меня поистине бесценен.

Своему редактору Полу Голобу я пожелал бы, чтобы в будущем ему доставались более стоворчивые клиенты. Полу я обязан тем, что работа над книгой была завершена в рекордные сроки.

Питер Оснос, глава издательства *Public Affairs*, — превосходный издатель. Он как никто другой справляется с ситуациями, когда дела, как говорится, не идут на лад. Питер проявил выдающиеся качества, большую осведомленность и готовность прийти на помощь. Я хочу поблагодарить его и всех сотрудников издательства *Public Affairs*.

Леон Ботстайн, президент Бард-колледжа, директор и главный дирижер Американского симфонического оркестра — один из самых занятых и умнейших людей, с которыми мне довелось познакомиться. Он несколько раз прочитал рукопись книги, а это поступок настоящего друга, который я никогда не забуду.

Юджина Ротберга я впервые встретил много лет назад в Комиссии по ценным бумагам и биржам, когда мы организовали фонд *Oppenheimer Funds*. В то время мне показалось, что он — один из самых толковых из известных мне сотрудников Комиссии. С тех пор мое мнение о нем не изменилось. Позже Юджин стал финансовым директором Всемирного банка реконструкции и развития. Его можно считать образцом служащего, преданного своему делу. Он любезно согласился поработать с нами и очень нам помог.

Алан Абельсон, автор предисловия, — мой школьный и университетский товарищ. Прошло уже пятьдесят лет, а я, как и раньше, люблю субботним утром почитать его колодку в журнале *Barron's*. Он умен, остроумен и объективен в оценках. Это прекрасное сочетание качеств.

Пипа Берг занимается организацией моего рабочего времени, и без нее я не знал бы, что и когда мне следует делать.

Я хочу выразить особую благодарность своей дочери Трейси и своему зятю Лакшману, с которыми я не раз обсуждал книгу. Благодаря им мой труд не превратился в ежедневную рутину, а стал подлинным удовольствием.

С великолепным журналистом Бобом Лензнером меня связывает крепкая дружба. Его идеи для меня нельзя переоценить.

Также благодарю Аманду Римус за терпеливую вычитку рукописи и содержательные замечания.

Работу по исследованию экономики, начатую мной отцом, Дэвид Ливи продолжил в третьем поколении. Эта работа становится все более и более важной. Я рад, что судьба подарила мне такого талантливого и одаренного племянника.

И наконец, Дон Спиро был движущей силой компании *Oppenheimer Management Co.* Наверное, без его участия никогда бы не возник фонд *Oppenheimer Management Fund*.

Предметный указатель

- Adelphia, 14
Allegiance Telecom, 243
Amazon, 218, 219, 222, 223
Amazon, 218
American & Foreign Power, 70
American Cities Power & Light, 31
American Express, 221
American Motors, 106
American Motors, 105, 106
American Superpower, 144
AOL, 214
AOL Time Warner, 215
Argentine Electric Power, 70
Arthur Andersen, 246
Associated Telephone and Telegraph, 76, 77
Atlantic Richfield, 27
Atlas, 119, 120
Aufbau (Der Aufbau), 75
Avatar, 151, 162
Bankers Trust, 128
Barron's, 16, 69, 70, 91, 283
Berkshire Hathaway, 77, 232
Big Bear Stores, 176, 177, 178
Booz Allen & Hamilton, 186
Brown Brothers, 65
Bulova Watch, 99
Caldor's, 178
Calpine, 213
Canadian Industrial Bank of Commerce, 183
Canadian National Railroad, 163
Canadian Pacific, 163, 164, 166
Carlyle Hotel, 161, 250
Century 21, 185
Chicago and Northwestern Transportation Company, C&NW, 163, 164
Chicago Journal of Commerce, 56
Chicago Milwaukee Company, 157
Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific Railroad, 153, 155
CIC, 151
Cinema, 149, 150
Cisco, 25, 213, 214
Citicorp, 218
Commonwealth & Southern, 70
Computer Associates, 213, 228
Consolidated Chicken Feed, 82
Contra Costa Savings and Loan, 135
Credit Suisse First Boston, 230
Dell Computer, 219
Denver and Rio Grande Railroad, 74
Dimbulb.com, 224, 225, 227, 240
Doic, Bob, 16
Don Kenney, 178
Donaldson, Lufkin & Jenrette, 181
Donaldson, Lufkin, and Jenrette, 128
Doyle Dane & Bernbach, 121
Drexel Burnham Lambert, 140, 181, 190
Dreyfus and Company, 144
Dreyfus Fund, 121
Eastern Gas and Fuel, 88, 89, 90, 91

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

- Economic Cycle Research Institute, 233
 Electra Trust, 180
 Empire State Building, 51
 Enron, 11, 25, 35, 92, 187, 213, 220, 221, 228, 245, 246
 Erie Railroad, 33, 44
 Evening Standard, 222
 Fannie Mae, 276
 Federated Department Stores, 58
 Fidelity, 112
 Financial World, 85
 First Boston, 17, 181
 Food Fair, 99
 Forbes, 218
 Fortune, 116
 Francis I Dupont & Co., 126, 130
 Freddie Mac, 276
 Fund of Funds, 139, 141, 142
 General Acceptance Corporation, 151
 General Electric, 213
 Getty Oil, 85
 Golden West Financial, 138
 Goldman Sachs, 65, 74, 107, 165, 186, 189, 230
 Gordon and Weiss, 122
 Graham and Newman, 77
 Grand Trunk Railroad, 163
 Great Western Financial, 134
 Halle & Steigitz, 98
 Harper's Magazine, 143
 Harriman, 65
 Harvard Business Review, 125
 Havatampa Cigar, 178
 Hettelman and Co., 91
 Hidden Splendor
 Munes, 117, 119, 120
 High Risk Opportunities, 201
 Hilary Minerals, 118
 Hilton International, 185
 Hirsch, 63, 68, 69, 70, 71, 72, 73, 125, 126, 130
 Iloerug and Co., 212
 Hudson Bay, 126
 I G Farben, 76
 IBM, 90, 148, 149, 196, 213
 IFI, 148
 Intel, 238, 241
 Interstate Department Stores, 58
 Investors Overseas Services, IOS, 139, 140, 142
 Ira Haupt & Company, 221
 ITT and Gulf + Western, 152
 J P Stevens, 178
 JDS Uniphase, 215
 King Arcuc Investments, 141
 Kleinwort Benson, 127
 Kopper's United, 89
 Lazard Freres, 166, 182, 183
 Lehman Brothers, 65, 85, 134, 222
 Leon B Allen Fund, 115
 Leslie Fay, 178
 Levy and Kadane, 44
 Levy Economics Institute of Bard College, 44, 108, 265, 282
 Levy Forecasting Center, 41, 212
 Lisbon Uranium, 118, 120
 Loeb Rhoades and Company, 128
 Loews, 103
 Long-Term Capital Management, LTCM, 12, 194, 195, 197, 198, 199, 200, 201, 202, 203, 204, 205, 206, 207, 210, 275
 Mass Mutual, 112, 184
 McCreary, 144, 145, 146
 McKinsey and Company, 213
 Mercantile, 183
 Mercantile, London's Mercantile House, 182, 183, 186
 Merit Chapman, 56

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

- Merrill Lynch, 65
 Microsoft, 213, 214, 226
 Milwaukee Road, 155, 156, 157, 158,
 159, 160, 161, 162, 163, 164, 165,
 166, 262
 Minneapolis, St. Paul & Sault Ste
 Marie, 153
 Mission Corp., 83, 84, 85
 Mission Development Corp., 84, 85
 Missouri Pacific, 153
 Montgomery Ward, 67, 68
 Moody's, 272
 Moore McCormack, 75
 Morgan Stanley, 65, 225, 230
 Nasdaq, 14, 19, 53, 212, 214, 233, 237
 National City Bank, 50
 National Department Stores, 58
 Neuberger Berman, 99
 New York Central Railroad, 33
 New York Review of Books, 219
 New York Times, 16, 17, 46, 96, 107,
 123, 170, 182, 187, 220, 229
 Norfolk and Western, 90
 Odyssey Partners, 184, 186, 187,
 194, 200
 Ohio Edison, 70
 Ohio River, 88
 Olivetti, 148, 149
 Oppenheimer and Co., 24, 31, 72, 73,
 74, 75, 85, 91, 92, 93, 95, 96, 97, 99, 102,
 103, 112, 114, 115, 118, 120, 125, 126,
 128, 129, 130, 133, 135, 137, 144, 148,
 151, 161, 166, 174, 175, 179, 180, 181,
 182, 183, 186, 281
 Oppenheimer Co., 283
 Oppenheimer Fund, 31, 35, 113, 114,
 115, 117, 119, 120, 122, 123, 126, 139,
 140, 149, 179, 180, 184, 281, 283
 Pacific Western Oil, 83
 Palmer, Serles, Delaney, Shaw &
 Pomeroy, 115
 Panbas, 186
 Pen Traffic, 177
 Pflugfelder, Bampton, and Rust, 54
 Priceline.com, 37
 Public Affairs, 282
 Putnam, 112
 Quasar, American Quasar, 120
 Raptor, 220, 246
 Reliable Stores, 178
 Risk Metrics, 229
 Roosevelt Field, 144, 145, 146
 S&P 500, 230, 231, 233
 S J Levy & Sons, 44
 Salomon Brothers, 203
 Sanford C. Bernstein and Co., 99
 Sears, 67, 68
 Slurley, 178
 Silverson and Gelberg, 91
 Skelly Oil, 83
 Soo Line, 163, 164
 Southern Company, 70
 SSC&B, 122
 Standard Oil, 83, 141
 State Street, 112
 Theglobe.com, 214
 Theodore Gary, 76
 Tidewater Oil, 83, 84, 85
 Townsend Harris High School, 9
 Trans World Corporation, TWC, 185,
 186, 187, 188, 189
 Travelers, 203
 Tribune Company, 151
 TWA, 185
 U.S. Defense Mineral Exploration
 Administration, DMEA, 118
 Underwood, 148, 149
 Volkswagen, 105
 Wachtell Lipton Rosen & Katz, 186

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

- Wall Street Journal, 16, 56, 187,
 212, 230
 Webb and Knapp, 144, 145, 146
 Weil, Gotshal & Manges, 178
 Weld, 65
 West Virginia Coal and Coke, 86, 87,
 88, 89, 91, 153
 West Virginia Coke and Cole, 91
 White, 65
 Woolworth, 98
 WorldCom, 14, 92
 WPIX, 151
 Zeckhauser, Richard, 240
 Абельсон, Алан, 5, 7, 283
 Американская Академия в Риме, 200
 Американская ассоциация
 преподавателей университетов, 108,
 109, 110
 Английский Банк, 258, 260
 Апельди, Джанни, 148
 Ардан, Габриэль, 170, 171
 Ачутан Лакшман, 233, 283
 Банк Таиланда, 261
 Барбера, Роберт, 212
 Бард колледж, 200
 Баркшир, Джон, 182
 Баффетт, Уоррен, 59, 77, 90, 232
 Бернстайн, Дэниэл Дж., 103, 104,
 105, 106, 107
 Бернстайн, Сэнфорд, 99
 Бески, Айван, 15
 Бирнбаум, Роберт, 203
 Блайберг, Роберт, 69
 Ботетайн, Леон, 265, 282
 Бримберг, Джек, 258
 Бримберг, Роберт, 258
 Бруни, Чарльз, 102, 126
 Бундесбанк, 259
 Бюль, Генри, 139, 140
 Вайнштейн, Вилли, 128
 Вандербильт, Корнелиус, 33
 Варбург; Зигмунд, 186
 Веско, Роберт, 140
 Вристон, Уолтер, 218, 219
 Всемирный банк, 107
 Вулфенсон, Джим, 107
 Габетти, Джандуджи, 148
 Генчер, Нэйт, 183, 184
 Гетти, Дж. Пол, 81, 82, 83, 84, 85,
 86, 92
 Гингрич, Ньют, 246
 Глассмен, Джеймс, 217
 Голдстоун, Эли, 89
 Голдуотер, Лео, 91, 92
 Гоулд, Джей, 34
 Гоулд, Джей, 33
 Грант, Джим, 213
 Грин, Джерри, 161
 Гринберг, Герберт, 125
 Гринспен, Алан, 212, 216
 Гринспен, Алан, 36
 Грэхем, Бенджамин, 28, 59, 77
 Гутен ойма фонд, 200
 Гэлбрейт, Стив, 231
 Данбар, Пикокас, 201
 Де Ангелис, Энтони, 220
 Делани, Эдмунд, 115
 Дьюрлэ У Бул, 131, 276
 Джордж, Генри, 49
 Дойбл, Альберт, 73
 Доу-Джонса индекс, 14, 66, 67, 150,
 151, 217, 222, 237
 Доул, Боб, 16
 Дрейфус, Джек, 121
 Дэйвис, Эдгар Джон, 114
 Зекхаузер, Ричард, 240, 244
 Зонненберг, Бен, 74
 Икал, Карл, 189
 Институт исследований
 экономических циклов, 233

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

- Институт перспективных исследований, 200, 263, 266
 Институт Рокфеллера, 263
 Институт экономики Ливии при Бард-колледже, 44
 Каленки, Михаил, 55
 Кантер, Джо, 118
 Картер, Джимми, 152
 Кейнс, Джон Мейнард, 39
 Кеннеди, Джон Ф., 18, 24, 124
 Кибб, Пэйн, 118, 120
 Кинг, Джимми, 126, 127
 Кинг, Джон, 140, 141, 142, 143
 Киссинджер, Генри, 73
 Комиссия по торговле между штатами, 91, 154, 155, 156, 160, 163, 164
 Комиссия по ценным бумагам и биржам, 25, 81, 85, 87, 115, 116, 123, 142, 144, 186, 228, 283
 Корвин, Джон, 107
 Корнфелд, Берни, 139, 140, 142, 143
 Коун, Марни, 73, 114, 115
 Кохен, Эмануэл, 115
 Красс, 40, 41
 Кэбот, Пауэлл, 126, 127
 Ханг, Гюль, 161, 184
 Ливи, Джей, 44, 53, 55, 62, 103, 109, 212, 253, 256, 281
 Ливи Джером, 43, 44, 279
 Ливи, Дэвид, 44, 212, 256, 283
 Лев, 52
 Липден, Юджин, 170, 173, 282
 Липпер, Артур, 140, 141
 Липпер, Майкл, 141
 Лиштинг Бенджамин, 122
 Лоб, Джон Н., 128
 Лоу, Ричард, 120
 Льюис, Уильям, 213
 МакГишес, Патрик Б., 54
 МакМиллен, Томас Р., 163, 164
 Мартин, Престон, 135, 136, 137
 Менер, Андре, 166
 Меривезер, Джон, 195, 198
 Мертон, Ричард, 194, 198
 Милкен, Майкл, 15, 140, 190, 191
 Миллз, Уилбур, 173
 Мински, Хайман, 55
 Монтебелло, Филипп Де, 266, 267
 Моррис, Уилли, 143
 Мэдрикс, Джефф, 219
 Пиксон, Ричард, 18, 142
 Норрис, Флорид, 17, 229
 Нэнц, Джек, 33, 95, 96, 128, 130, 162, 166, 177, 178, 180, 181, 182, 184, 186, 221, 281
 Нью-Йоркская фондовая биржа, 67, 204
 Ньюмен, Микл, 77
 Огилви, Ричард, 160, 162, 163
 Олдум, Флорид, 119, 120
 ООН, 143
 Опенгеймер, Горацио, 102, 103
 Опенгеймер, Макс, 71, 72, 73, 74, 75, 95, 124, 125, 149, 257
 Опенгеймер, Эрнест, 149
 Пей И М., 143
 Пирс, Дэй, 71
 Поллак, Милтон, 145, 146
 Портер, Коул, 86
 Рабинович, Мартин, 178
 Рапд, Энц, 102
 Рейган, Рональд, 17, 138
 Рейзман, Николас, 149, 150
 Роббинс, Сидни, 204
 Роберт, Стэн, 183, 184
 Рокфеллер, Джон Д., 83
 Рокфеллер, Нельсон, 143
 Ромни, Джордж, 105, 106
 Ротберг, Юджин, 115, 283

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ

- Ротшильд, Джекоб, 181, 182
 Рохатын, Феликс, 183
 Рузвельт, Франклин, 64
 Рузвельт, Франклин Д., 70
 Сестаро, Пэт, 154, 155, 162
 Силверсон, Хэрри, 91
 Сити Икколдедж, Нью Йорк, 33, 42, 45, 57, 95, 99
 Скиллинг, Джеффри, 245, 246
 Смарт, Эд, 185, 187
 Смитес, Эндрю, 222
 Смит, Адам, 39, 55
 Совет федеральных банков жилищного кредитования, 137
 Сорос, Джордж, 107, 258, 259, 260
 Спиро, Доналд, 121, 124, 125, 126, 283
 Стайн, Фред, 97, 103
 Стайн, Шэрон, 97
 Стейджер, Лоренс, 264
 Стивенсон, Чарльз, 79
 Стодлардт, Майкл, 180, 182
 Сурна, Рави, 222, 223
 Сэмюэльсон, Ноэль, 69, 70, 71
 Сэндлер, Марлон, 137, 138
 Таупсэнд Хэррис, 9, 57, 69
 Тафт, Уильям Говард, 47
 Тозин, Билли, 246
 Уайт, Родни, 98, 99
 Уикс, Луис, 141, 142
 Уилки, Уэнделл, 70
 Управление США по разведке имперальных ресурсов оборонного значения, 118
 Уэйл, Сэнфорд, 203
 Фастоу, Эндрю, 221
 Федеральная резервная система, 17, 65, 66, 203, 205, 215, 216, 258
 Фентон, Юджин, 99, 100, 101, 103, 133, 134, 135, 136, 137, 138, 139
 Фишерхут, Берт, 153, 154, 162
 Фонд академических свобод, 108
 Франклин, Бенджамин, 123
 Фримен, Джеймс, 17
 Хайлт, Фрэнсис, 97, 145
 Хант, Нельсон Банкер, 79
 Хант, Уильям Херберт, 79
 Хардинг, Уоррен Дж., 50
 Хаттон, Эд, 108, 109
 Хеклер, Айра, 174, 175, 177
 Хекш, Хьюго, 73
 Хертог, Ролжер, 99
 Хиршман, Отто, 144, 145
 Хэссетт, Кевин, 217
 Цекендорф, Уильям, 143, 144, 145, 146
 Шарп, Питер, 161, 162, 250
 Швайцер, Альберт, 91
 Шерм, Арчер, 91, 97, 149, 281
 Шлезингер, Джеймс, 152, 153, 158
 Шойер, Сай, 81, 86, 87, 88, 89, 90, 91, 92, 103, 113, 153, 165, 281
 Шойер, Уолли, 87, 103, 104, 281
 Шоулз, Майрон, 194, 198
 Шредер-Банк, 97
 Эвери, Сьюэлл, 67
 Эйнингтейн, Альберт, 60

Научно-популярное издание

Леон Ливи, Юджин Липден

За кулисами Уолл-Стрит

Литературный редактор *И В Корниенко*

Верстка *А В Плаксюк*

Художественный редактор *В Г Павлютин*

Корректоры *З В Александрова, Л А Гордиенко,*

О В Мишутина, Л В Чернокошская

Издательский дом "Вильямс"
101509, Москва, ул. Лесная, д. 43 стр. 1

Подписано в печать 16.08.2004
Формат 84×108/32

Гарнитура Times. Печать офсетная.

Усл. печ. л. 9,5. Уч. изд. л. 11,2.

Тираж 3500 экз. Заказ № 406

Отпечатано с диалитипов в ФГУП "Печатный двор"
Министерства РФ по делам печати,
телерадиовещания и средств массовых коммуникаций
197110, Санкт-Петербург, Чкаловский пр., 15