

Експерти стверджують: щороку в світі видають понад 3000 нових книжок, написаних спеціалістами з економіки та фінансів. Велика вдача, коли вдається натрапити на такі, що хочеться не переглянути, а прочитати. З перших рядків книги, яка перед Вами, стає зрозуміло, що це результат глибокого багаторічного осмислення механізмів функціонування фінансових ринків і поведінки на них інвесторів. Автор будує свої ідеї на узагальненні знань з різних сфер людського життя — психології, неврології, економіки, фінансів.

Безумовно цікавим є насичений прикладами історичний погляд на теорію сучасних фінансів, що не дуже часто трапляється в роботах, присвячених аналізу теоретичних засад сучасних фінансів.

Важливим для розуміння сучасних фінансів є те, що автор невпинно повторює: теорія ефективного ринку існує в світі *Homo economicus* — повністю раціональних людських істот. Та лише найвідданіші прихильники теорії ефективного ринку справді вірять, що людські істоти економічно раціональні. Більшість економістів знають, що люди схильні до помилок, неправильних суджень, що часом у них туман у головах. А Тверський, Д. Канеман і багато інших дослідників поза основними течіями економіки показали, що економічної ірраціональності в реальних ситуаціях практично неможливо уникнути. «Мозок застосовує до переживань через фінанси таку саму нейронну схему страху й жадібності, як і до будь-яких інших ситуативних змін», — зазначає автор. Така позиція особливо близька тим, хто мав можливість слухати лекції професора Бізнес-школи МІМ, академіка Міжнародної академії менеджменту М. А. Гольц-

[Купити книгу на сайті kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

берга, який завжди підкреслював, що поведінку інвесторів на фінансових ринках визначає *Human being*.

Якщо більшість економістів уже багато років знають, що гіпотеза ефективних ринків не дає точного опису ринкової поведінки, і все-таки далі користуються нею, то це тільки тому, що не мають нічого аж такого фундаментального, що могло би її замінити.

У книзі, яку Ви тримаєте в руках, автор пропонує спробувати замінити гіпотезу ефективних ринків на гіпотезу ринків адаптивних. Це, безумовно, новий, свіжий, продуктивний погляд, що може допомогти в розумінні поведінки сучасних фінансів і ринків.

Окрема подяка перекладачам, які виконали свою дуже складну роботу на відмінно.

*Професор Бізнес-школи МІМ-Київ
Ліна Хасан-Бек*



[Купити книгу на сайті kniga.biz.ua >>>](http://kniga.biz.ua)

ЗМІСТ

Вступ	
<i>Страх перед фінансами</i>	8
Розділ 1	
<i>Ми всі тепер Homo econoticus?</i>	22
Розділ 2	
<i>Якщо ти такий розумний, чому досі не багатий?</i>	63
Розділ 3	
<i>Якщо ти такий багатий, то чому нетямущий?</i>	101
Розділ 4	
<i>Сила наративу</i>	135
Розділ 5	
<i>Еволюційна революція</i>	175
Розділ 6	
<i>Гіпотеза адаптивних ринків</i>	224
Розділ 7	
<i>Галапагоські острови фінансів</i>	283
Розділ 8	
<i>Адаптивні ринки в дії</i>	318
Розділ 9	
<i>Страх, жадібність і фінансова криза</i>	376
Розділ 10	
<i>«Нечемні» фінанси</i>	421
Розділ 11	
<i>Фінансова стабільність</i>	466
Розділ 12	
<i>Сміливо прямуйте туди, де ще не ступала нога жодного фінансиста</i>	504
Подяки	538
БІБЛІОГРАФІЯ	545

Вступ

СТРАХ ПЕРЕД ФІНАНСАМИ

Страх — таємниче почуття. Кілька років тому пілот Роберт Томпсон зайшов до крамниці, щоби придбати журнали. Проте щойно переступив поріг — одразу розвернувся і вийшов геть. Причиною цього був нездоланий страх. Однак тієї миті Роберт не усвідомлював його причини*. Як виявилось згодом, у магазині на той час були озброєні грабіжники. Невдовзі по тому, як Томпсон вийшов, поріг крамниці переступив полісмен — його застрелили. Значно пізніше, після ґрунтовного аналізу ситуації, проведеного Гевіном де Беккером, експертом з питань безпеки та автором бестселера «Дар страху», Томпсон зрозумів що саме було причиною його страху. Серед іншого — покупець у грубій куртці попри теплу погоду, продавець, який напружено спостерігав за тим дивно вдягненим чоловіком, і автомобіль з увімкненим двигуном, абияк припаркований перед крамницею. Проте рішення залишити крамницю Томпсон прийняв миттєво, задовго до того, як усвідомив, що бачить дещо незвичне.

Наш страх — дуже точний інструмент. Нейробіологи встановили, що людські рефлекси, пов'язані з почуттям страху, надзвичайно ефективні. Відчуваючи страх, ми реагуємо на події надто швидко, тож свідомість не встигає сприйняти причини. Реакція «бий або втікай», характерна для ситуацій, коли ми відчуваємо небезпеку, супроводжується підвищеним артеріальним тиском, швидкими рефлексами і викидом адреналіну. Саме це й допомогло нашому виду вижити. Згідно з теорією де Беккера, так врятувався і Томпсон.

Але виявляється, що так само нервова система часто спрацьовує і тоді, коли нам загрожує будь-яка інша не-

* Див. de Becker (1997, 27–28).

безпека — з боку емоцій, суспільних відносин чи фінансів. І якраз у цьому полягає проблема. Хоча реакція «бий або втікай» може придатися під час бійки в барі чи в зоні бойових дій, навряд чи вона допоможе, коли обвал фондового ринку призведе до значного скорочення ваших пенсійних заощаджень.

Рефлекс, що змушує нас завмирати на місці чи втікати, формувалися протягом сотень тисяч років як реакція на хижих звірів та інші загрози навколишнього середовища. Гроші ж з'явилися лише кілька тисяч років тому — коротка мить у масштабах еволюції. Фондові ринки — це новіший винахід людини. *Homo sapiens* мали не так багато часу для пристосування до нових реалій сучасного життя, і це створює як певні проблеми, так і можливості для інвесторів, портфельних менеджерів та для всіх нас.

Нам потрібен новий спосіб мислення стосовно фінансових ризиків та людської поведінки, і саме цьому присвячено книжку. Я називаю цей новий спосіб мислення *гіпотезою адаптивних ринків*^{*}. Термін «адаптивні ринки» відповідає суперечливому впливу еволюції на людську поведінку та особливостям формування фінансових ринків. А слово «гіпотеза» використовується для зв'язку і зіставлення цієї системи з гіпотезою ефективних ринків, визнаною фахівцями інвестиційної галузі та більшістю фінансистів. Ефективні ринки — це теорія, згідно з якою нічого не дається «задарма», особливо на Волл-стріт^{**}. Якщо під час встановлення цін на фінансовому ринку повністю враховується вся відповідна інформація, то спроби обдурити ринок абсолютно безнадійні. Натомість вам усім варто вкладати гроші в пасивні індексні фонди, диверсифіковані якомога ширше, та інвестувати в акції на далеку перспективу. Ви вже чули таку пораду? Цю теорію викладають у сучасних бізнес-школах, і саме її викладали вашому брокерові, вашому фінансовому

* Див. Lo (2004; 2005; 2012a).

** Назва невеликої вузької вулиці в нижній частині Мангеттена в Нью-Йорку (США); з часом цей термін став метонімом для фінансових ринків (навіть якщо фінансові компанії розташовані не там) і цілої галузі фінансових послуг США. — Прим. перекл.

консультантові й вашому портфельному менеджеріві. 2013 року професор фінансів Чиказького університету Юджин Фама був удостоєний Нобелівської премії з економіки* саме за теорію ринкової ефективності.

Гіпотеза адаптивних ринків базується на розумінні того, що поведінка інвесторів і фінансових ринків має скоріш біологічний, аніж механічний характер. Це сукупність популяцій живих організмів, які змагаються за виживання, а не група неживих предметів, що підкоряються незмінним законам руху. Усвідомлення цієї простої істини веде до серйозних наслідків. З одного боку, це означає, що принципи еволюції — конкуренція, вдосконалення, відтворення та адаптація — корисніші для розуміння внутрішнього устрою фінансової галузі, аніж принципи раціонального економічного аналізу. А також те, що ринкові ціни не обов'язково завжди відбивають усю наявну інформацію. Ті, хто їх встановлює, час від часу можуть відступати від принципів раціонального ціноутворення через сильну емоційну реакцію, таку як страх або жадібність. Звідси випливає, що ризики на ринку не завжди винагороджуються прибутками. Це також означає, що інвестування в акції в далекій перспективі часом виявляється невдалою ідеєю, особливо якщо ці заощадження дуже швидко тануть. Отже, зміна умов ведення бізнесу та адаптивна реакція часто є важливішими чинниками поведінки інвесторів і динаміки ринку, аніж розумний егоїзм. «Божевілья натовпу» інколи бере гору над «колективною мудрістю». Це не означає, що раціональна економіка не важлива, — навпаки, фінансова економіка, як і раніше, є однією з найбільш популярних галузей на Волл-стріт, (зважаючи на розмір початкової зарплати володарів докторського ступеня з фінансів). Божевілья натовпу зрештою сходить нанівець, натомість широкий загал мудрішає, принаймні стає більш-менш поміркованим, поки наступна кризова ситуація не порушить статус-кво. З точки зору теорії адаптивних ринків гіпотеза ефективних ринків не помилкова, а просто неповна. Це схоже на притчу

* Правильна назва цієї премії — Премія Шведського центрального банку з економічних наук імені Альфреда Нобеля. — Прим. авт.

про п'ятьох сліпих ченців, які вперше зустріли слона. Від народження позбавлені зору, вони не мають жодного уявлення про цю дивну істоту. Проте один чернець доторкнувся до ноги тварини та зробив висновок, що «слон схожий на дерево»; інший помацав хобот і заперечив: «Слон схожий на змію». Так само й решта сліпих мали власні версії. З технічної точки зору висновок кожного ченця правильний, але жоден із них не бачить цілісної картини. Ми потребуємо кращої теорії.

Ринки справді здаються ефективними за певних обставин — коли інвестори мають змогу адаптуватися до чинних умов ведення бізнесу. Крім того, ці умови мають залишатися відносно стабільними протягом доволі тривалого періоду. Якщо попереднє речення нагадує вам написаний дрібним шрифтом рядок у страховому полісі, то так і має бути. Підприємницькі умови часто стрімко змінюються, і тривалість цього періоду залежить від багатьох чинників. Візьмімо, до прикладу, ситуацію, що склалася за час від жовтня 2007-го до лютого 2009 року. Уявіть, що ви вклали весь свій «кошик яєць» у S&P 500*, добре диверсифікований портфель із п'ятисот найбільших компаній у США. У такому разі за ці сімнадцять важких місяців ви втратили б 51% ваших заощаджень. І ось ви дивитесь, як кілька відсотків із ваших пенсійних заощаджень щомісяця випаровуються. У яку саме мить «чинник страху» змусить вас забрати гроші?

Хоча рефлекс страху можуть вберегти нас від травм, вони мало допомагають, коли ми втрачаємо значні суми. Більшість психологів та економістів-біхевіористів погоджуються, що тривалий емоційний стрес погіршує здатність приймати раціональні рішення. Страх змушує нас припускатися значно серйозніших помилок. Він спонукає до скорочення витрат, до спроб дешево продавати й купувати значно дорожче та потрапляти в інші добре відомі пастки. Так сталося з більшістю дрібних інвесторів. Втрапили в ці пастки й чимало фахових фінансистів. Страх робить нас вразливими на ринку.

* S&P 500 — фондовий комплекс, до якого входять 500 акціонерних компаній США, що мають найбільшу капіталізацію. — Прим. перекл.

Ось чому нам потрібен новий, складніший підхід до розуміння фінансових ринків. За такого підходу має враховуватися чинник страху та раціональної поведінки. Жоден сліпий чернець не здатен збагнути, що таке слон. Тож аби зрозуміти принципи роботи фінансових ринків і причини їх краху, нам потрібен комплекс знань із багатьох галузей.

Ми разом пройдемо той шлях, який здолав я в своїй науковій кар'єрі. Врешті-решт він привів мене до гіпотези адаптивних ринків. Це не прямий шлях, тому що час від часу ми робитимемо короткі екскурси в інші дисципліни — психологію, еволюційну біологію, нейробиологію, а також придивимось до розробок, пов'язаних зі створенням штучного інтелекту. Проте ці екскурси — не просто короткі відхилення від маршруту, вони критично важливі для вирішення очевидного протиріччя між академічною точкою зору щодо раціональних ринків та доказами біхевіористичного підходу. Замість прийняття однієї точки зору та заперечення іншої, можна об'єднати ці дві протилежні позиції в межах єдиної послідовної адаптивної системи.

Перш ніж ми зможемо зрозуміти природу економічних «бульбашок» (спекулятивної манії) банківської системи та пенсійних фондів, нам треба поглянути, як працює людський мозок, як ми приймаємо рішення, і, найголовніше — як еволюціонує людська поведінка, як ми адаптуємося до певних умов. Кожна з галузей, у які доведеться заглиблюватись, — це один сліпий чернець, не здатний надати нам повну теорію. Проте, об'єднавши їх усіх, побачимо «цілого слона».

НЕ НАМАГАЙТЕСЯ ПОВТОРИТИ ЦЕ ВДОМА

Багато хто з нас відчував острах перед силою фінансових ринків. Проте у 2008-му глобальна економічна криза увесь світ налякала потужним впливом фінансів. Цього року банкрутство Lehman Brothers* стало каталізатором обвалу фондових ринків, що, своєю чергою, завдало значних збитків

* Lehman Brothers Holdings, Inc. — американський інвестиційний банк; до кризи 2008 року був одним із провідних у світі фінансових конгломератів. — Прим. перекл.

системі особистих пенсійних рахунків. Байдуже, скільки відсотків заощаджень ви вклали в акції та облігації, — 60 і 40, чи 30 і 70. Все одно кожен втратив більшу суму, ніж та, до втрати якої був готовий. Дехто зазнав навіть більших збитків, аніж міг уявити. Єдиними інвесторами, які не постраждали 2008 року, були окремі щасливці, котрі з волі випадку інвестували в державні облігації США або в готівку, та ще поодинокі менеджери хедж-фондів. І як останній цвях у домовину ринку 2008-го, в грудні спалахнув скандал, пов'язаний із Мейдоффом*. Це була фінансова піраміда таких епічних масштабів, що на її тлі сам Чарльз Понці** видається дилетантом. 2008-й став роком, протягом якого інвестори знову почали боятися ринку.

Чому ж ми були настільки не готові до цього? Почасти тому, що нам сказали: таке трапитися не може. Вчені запевняли, що ринок раціональніший та ефективніший за будь-якого індивіда й перебуває у найкращому стані порівняно з усіма попередніми періодами. Врешті-решт, вони стверджували, що ціни повністю відповідають наявній інформації. Популярні гуру інвестицій радили нам забути про спроби обдурити ринок і не покладатися на власну інтуїцію, здатну підвести. Ціна завжди правильна, стверджували вони, і ви можете просто кидати дротики у фінансові папери, обираючи акції наосліп. Адже в остаточному підсумку все одно ви робите це майже так само добре, як і факівці, якщо навіть не краще. Ви маєте придбати й утримувати пасивний, добре диверсифікований портфель акцій та облігацій, казали вони, бажано через взаємний фонд «без навантаження»*** або біржовий інвестиційний фонд, не до-

* Афера Бернарда Мейдоффа — фінансова піраміда, організована американським підприємцем і фінансистом у 2008 році. За попередніми оцінками фахівців, була найбільшою в історії фінансовою аферою. Число потерпілих від обробки Бернарда Мейдоффа становило від одного до трьох мільйонів осіб та кілька сотень фінансових організацій, що зазнали збитків на загальну суму близько 50 мільярдів доларів. — Прим. перекл.

** Чарльз Понці — американський злочинець, аферист, засновник фінансових пірамід у США та Канаді. — Прим. перекл.

*** Взаємні фонди «без навантаження» — інвестиційні компанії відкритого типу, акції яких продаються без надбавки (комісії за продаж). — Прим. перекл.

кладаючи при цьому значних зусиль. Ринок уже все врахував. Ринок завжди все враховує.

Такий ідеалістичний погляд на ринок для професійних фінансистів — мов кістка в горлі, проте самій ідеї вже понад сорок років. Бізнес-журналіст із чималим стажем, Джеймс Суrowецьки, в своїй чудовій книзі назвав це «мудрістю на товпу» й саме таку назву дав цьому творові, перефразувавши знаменитого Чарльза Макея з його «божевіллям на товпу»*. Десятиліттями наукових досліджень підтверджено й переконливо доведено, що спроба обдурити ринок — марна справа. Будь-яка закономірність у динаміці цін активів на ринку негайно буде використана інвесторами для отримання прибутку, і все що залишиться, — лише випадкові коливання. Інвестори створили абсолютно ефективний ринок. І якщо це так, то чому б просто не пливати за течією? Ця ідея не тільки забезпечила Нобелівську премію Фамі, а й створила умови для чинної на сьогодні галузі індексних фондів із капіталом у трильйони доларів.

Бертон Малкіел у своєму бестселері 1973 року «Нерівна хода Волл-стрит» першим розпочав популяризацію гіпотези ефективних ринків і дав їй назву. Малкіел, економіст із Принстона**, показав нам, що шлях, пройдений цінами на акції протягом тривалого періоду, нагадує ходу п'яниці — невпевнену, хистку й непередбачувану, і цим пояснюється назва книги. Малкіел зробив очевидний висновок: якщо ціни на акції коливаються випадково, то навіщо платити професійному менеджеру? Натомість він порадив читачам вкладати гроші в добре диверсифіковані, пасивні взаємні фонди, які справляють мінімальну плату за обслуговування, — і мільйони його читачів вчинили саме так.

З дивовижної примхи долі колишній студент Принстона створив спільний фонд саме з цією метою за рік по тому, як побачила світ книга Малкіела. Ви, можливо, чули про нього. Це Джон Кліфтон Богл, піонер індексних фондів.

* Surowiecki (2004).

** Принстонський університет — один із найстаріших і найпрестижніших університетів США, розташований у місті Принстон, штат Нью-Джерсі. — Прим. перекл.