

Глава 1

Столкновение культур

Если предприятие превращается в пузырек в водовороте спекуляции..., [а] фондовый рынок перенимает манеры казино, работа [капитализма], вероятнее всего, будет выполнена плохо.

Джон Мейнард Кейнс

На протяжении всей своей долгой карьеры я наблюдал, как традиционная разумная культура долгосрочного инвестирования вытесняется новой агрессивной культурой краткосрочных спекуляций.

Однако мой личный опыт, о котором я рассказывал во введении к этой книге, требует более глубокого анализа — более широкого кругозора, исторических данных и доказательной базы — не только из-за проблем, вызванных такими изменениями, но и в связи с рекомендациями по исправлению национальной финансовой системы. Именно на эти темы я бы хотел поговорить в этой главе.

Давайте начнем с изучения последствий изменений в нашей системе финансов. В мире физическом научные методы успешно применяются для выявления причин и следствий, что помогает нам предсказывать и контролировать поведение окружающей среды. Эти успехи подкрепили идею о том, что научные методы могут продуктивно применяться ко всем областям человеческой деятельности, в том числе к инвестированию. *Но инвестирование — это не наука.* Эта деятельность человека сочетает в себе эмоциональный и рациональный компоненты поведения.

Финансовые рынки слишком сложны, чтобы можно было с легкостью изолировать одну переменную аналогично тому, как это происходит во время научного эксперимента. Наш опыт говорит об абсолютном отсутствии доказательств того, что можно достичь неизменной точности

в прогнозировании краткосрочных колебаний курса акций. Цены обыкновенных акций изменчивы и иллюзорны. Это происходит потому, что сами они являются *производными* (только задумайтесь!) от прибыли, создаваемой нашими публичными компаниями и получаемой от эффективного инвестирования в материальные ценности и человеческий капитал.

Разумные инвесторы стараются разделить свои эмоции (надежду, страх и жадность) и свою веру в разум, а затем ожидают, что мудрость в долгосрочной перспективе возобладает над всем остальным. Надежда, страх и жадность шагают рука об руку с неустойчивостью рынка, исходя из краткосрочных ожиданий, тогда как вера в разум присуща реальному рынку долгосрочной внутренней стоимости. В этом отношении долгосрочные инвесторы должны быть скорее философами, а не «технарями». Эта разница свидетельствует об одном из величайших парадоксов сегодняшнего финансового сектора экономики США. При всей очевидности того, что стратегия неизменного следования одним курсом гораздо эффективнее, чем тактика отслеживания динамики рынка или постоянная замена одних акций (или взаимных фондов) другими, современные информационные и коммуникационные технологии, предлагаемые финансовыми организациями, чрезвычайно упрощают для клиентов и собственников частое изменение структуры портфеля активов.

Становление спекуляции

Масштаб распространения спекуляции — именно это слово я выбрал для обозначения краткосрочных операций с любыми финансовыми инструментами — можно легко измерить. Давайте начнем с акций и их годовой оборачиваемости (определяется как торговый оборот по ним по отношению к общей капитализации рынка). Когда я пришел в этот бизнес сразу после колледжа в 1951-м, годовая оборачиваемость акций компаний США составляла около 15%. В течение следующих 15 лет оборачиваемость достигла 35%. К концу 1990-х она постепенно добралась до отметки в 100%, а в 2005 году составила уже 150%. В 2008-м годовая оборачиваемость акций взлетела до рекордного уровня в 280%, а затем несколько снизилась до 250% в 2011 году.

На секунду задумайтесь о суммах, стоящих за этими показателями. Когда я начинал работать в этой сфере 60 лет назад, объем торговли акциями в среднем был около 2 млн акций в день. В последние годы ежедневный торговый оборот оказался уже порядка 8,5 млрд акций (что в 4250 раз больше). Таким образом за год это более 2 трлн акций, что в абсолютном

выражении, по моим подсчетам, составляет около 33 трлн долларов. Эта величина, в свою очередь, равна 220% от общей капитализации фондового рынка в США, оцениваемой в 15 трлн долларов. Конечно, некоторые сделки купли-продажи проводятся долгосрочными инвесторами. Но если внимательнее посмотреть на тех, кого считают долгосрочными инвесторами, то мы с вами поймем, что очень немногие из них действительно заслуживают такого статуса. В индустрии взаимных фондов, например, годовая оборачиваемость портфеля рядового активно управляемого фонда¹ акций составляет почти 100%. При этом оборачиваемость по отдельным группам инструментов варьируется от 25% до невероятной величины в 230%. (В индексных фондах оборачиваемость акций составляет около 7%.)

Высокочастотный трейдинг

Оборачиваемость современного фондового рынка отражает огромные торговые обороты, проходящие через основных маркет-мейкеров — HFT-трейдеров (high-frequency traders). На них приходится, по разным оценкам, около 50% от общего объема торгов на рынке. Справедливости ради отметим, что такие трейдеры всегда готовы обеспечить ликвидность участникам рынка. Эта ценная услуга предоставляется за мизерную плату в пересчете на акцию, а период владения бумагами может составлять всего 16 секунд. Да-да, 16 секунд, и эта комплексная рыночная система породила неравноправие при исполнении биржевых заявок, что требует реагирования со стороны регуляторов. Огромный спрос на высокочастотную торговлю определяют не только мелкие биржевые спекулянты (игроки, процветающие или надеющиеся преуспеть за счет того, что ставят против букмекеров), но и другие самые разные участники торгов. К ним относятся долгосрочные инвесторы, ценящие ликвидность и эффективность высокочастотной торговли, а также управляющие хедж-фондами, мгновенно улавливающие даже крайне быстротечную недооцененность акций. Данный аспект «открытия цены» — а именно статистический арбитраж, часто основанный на сложных алгоритмах, — повышает эффективность рынка, что, безусловно, является целью краткосрочного трейдинга и приносит при этом пользу долгосрочным инвесторам.

Да, высокочастотная торговля способствовала повышению эффективности ценообразования на фондовом рынке, а также позволила снизить

¹ Active managed fund — активно управляемый фонд, или фонд активного управления.
Прим. науч. ред.

себестоимость биржевых операций до невообразимого уровня. Но эти победы часто достигались за счет осторожных инвесторов и привели к появлению на рынке рисков манипулирования ценами со стороны инсайдеров, располагавших сведениями о предстоящих заявках. Еще неясно, чего в действительности больше в высокочастотной торговле — хорошего или плохого. Несмотря на заявления о том, что любая подобная экзотическая ликвидность является благом, можно спросить себя: а какая ликвидность на самом деле необходима и какой ценой? Перефразируя высказывание Сэмюэля Джонсона о патриотизме, я спрашиваю: не стала ли ликвидность «последним прибежищем негодяя»? Есть еще один вопрос: не свернут ли HFT-трейдеры свои операции при возникновении паники на рынке, нанося вред ликвидности именно в тот момент, когда она будет особенно необходима?

Существенный рост количества заключаемых на рынке сделок, основной движущей силой которого на сегодняшний день является высокочастотная торговля, породил несколько значимых аномалий. Возросли и объемы торгов индексными фондами: в настоящее время объем торгов биржевыми фондами составляет 35% от общего торгового оборота акциями компаний США. Такие объемы торгов увеличили системные риски в торговле акциями, повысили перекрестную волатильность и привели к более тесной корреляции между акциями и повышением риска торговли акциями (более высоким коэффициентом бета)¹. Следовательно, те преимущества от очевидного улучшения ликвидности и «открытия цены», к которым привела невероятная оборачиваемость акций, должны оцениваться с учетом указанных негативных факторов. Не забывайте: «не все то золото, что блестит».

Миссия не удалась

Давайте сравним объемы торгов акциями на *вторичном* рынке, которые составляют несколько триллионов долларов в год, с активностью на *первичном* рынке. Если вторичный рынок можно критиковать за широкое распространение спекуляции, то первичный рынок, по крайней мере в теории, являет собой суть капитализма. Привлечение нового капитала для бизнеса (назовем это формированием капитала) — общепринятая экономическая миссия Уолл-стрит. Данная миссия предполагает направление инвестиционного капитала в самые многообещающие отрасли и компании. Это

¹ Rodney N. Sullivan and James X. Xiong, «How Index Trading Increases Market Vulnerability»; см. сноску 49 к главе 6. Прим. авт. здесь и далее, если не указано иное.

касается как уже существующих компаний, которые хотят поставлять на рынок лучшие товары и услуги для потребителей и других компаний по более низким ценам, так и нового бизнеса, нацеленного добиваться того же самого, только «с нуля». Все экономисты-теоретики почти в один голос говорят о том, что эта функция лежит в основе нашей финансовой системы. При этом важность Уолл-стрит для стимулирования формирования капитала подтверждается и противниками системы, и основными участниками рынка, и властями.

- Среди руководителей инвестиционных банков — CEO¹ компании Goldman Sachs Ллойд Бланкфейн. Он много работал над тем, чтобы подчеркнуть общественную пользу от формирования капитала. И хотя его заявление о том, что они вершат великие дела, было всего лишь брошенной невзначай шуткой, он подметил абсолютно правильную вещь: финансовый сектор «помогает компаниям привлекать капитал, производить материальные ценности и создавать новые рабочие места».
- Из числа критиков можно послушать обозревателя The New York Times Джесси Айзингера: «Финансовый сектор сильно отклонился от своей роли посредника между компаниями, которые хотят привлечь капитал, чтобы продавать людям необходимые им товары. Он превратился в механизм для самообогащения, обманывающий клиентов и увеличивающий неравенство в доходах. И когда эта машина сойдет с рельсов, она разорит всех нас».
- Чтобы услышать независимое мнение, вспомним слова Мэри Шапиро, председателя Комиссии по ценным бумагам и биржам: «В конце концов, если рынки не служат своей истинной цели, то есть не являются тем местом, где компании могут получить капитал для создания рабочих мест, строительства заводов, производства товаров, если рынки работают нерационально с точки зрения инвесторов, желающих направить свой капитал на эти цели, то в чем смысл существования рынков?»

Каковы же фактические масштабы деятельности по формированию капитала? Давайте начнем с акций. Общий объем IPO (первичных публичных размещений акций на фондовом рынке), посредством которых молодые компании получают необходимый капитал, в течение последних

¹ CEO (Chief Executive Officer) — главный исполнительный директор, высшее должностное лицо компании; должность, схожая с должностью генерального директора, принятой в России. *Прим. науч. ред.*

пяти лет составлял в среднем 45 млрд долларов в год. Вторичное размещение, позволяющее привлечь дополнительный акционерный капитал, в среднем давало около 205 млрд долларов. Суммарно объем эмиссии акций оценивался примерно в 250 млрд долларов. Годовой торговый оборот по акциям за тот же период составлял в среднем 33 трлн долларов, что в 130 раз больше величины капитала, привлеченного компаниями. Иными словами, 99,2% от того, чем занимается наша финансовая система, — это торговля на бирже, тогда как на формирование капитала приходится лишь 0,8%. Это существенный дисбаланс! Та миссия, которая почти повсеместно считалась основной задачей Уолл-стрит, была провалена.

Еще одной экономической задачей финансового сектора является эмиссия корпоративных облигаций. За последнее десятилетие предложение новых корпоративных облигаций составляло в среднем около 1,7 трлн долларов в год. При этом 1 трлн из этой суммы приходится на ныне практически исчезнувший сектор облигаций, обеспеченных активами или залоговыми. Слишком часто в основе этих ценных бумаг лежали мошеннические схемы кредитования и дутые показатели, которые с готовностью принимались нашими рейтинговыми агентствами. Они примкнули к этому преступному сговору и с легкостью присваивали рейтинги AAA облигациям, которые резко упали во время последнего кризиса, потянув за собой и сами рейтинги. Я отнюдь не уверен в том, что столь мощный натиск ипотечных облигаций был своего рода данью «священной корове» формирования капитала.

Фьючерсы и деривативы

Эта гигантская волна спекуляции на финансовых рынках не ограничилась отдельными акциями. Объемы сделок с деривативами, цена которых является производной от цены бумаг, лежащих в их основе, также резко выросли. Например, в 2011 году общий объем сделок с фьючерсами на S&P 500 составил свыше 60 трлн долларов (!), что в 5 раз больше совокупной рыночной капитализации индекса S&P 500, которая составила 12,5 трлн долларов. А ведь еще есть кредитно-дефолтные свопы, которые по сути являются ставками на то, исполнит ли компания свои обязательства по уплате процентов по облигациям. Условная стоимость только кредитно-дефолтных свопов достигла 33 трлн долларов. Добавьте еще и массу других производных финансовых инструментов, условная стоимость которых в начале 2012 года составляла невообразимую сумму в 708 трлн долларов. По сравнению с этим, если уж на то пошло, совокупная капита-

лизация мирового рынка акций и облигаций составляла около 150 трлн долларов (то есть менее четверти). И это великая финансовая система... или что?

Основная масса торговых операций с деривативами, в том числе с фьючерсами на фондовые индексы, кредитно-дефолтными свопами и товарами, связана с уходом от рисков и хеджированием. Однако значительная их доля (возможно, половина или около того) связана с биржевым азартом, спекуляцией — еще одним компонентом «круговорота сегодняшней биржевой активности». Большая часть спекулятивных операций, образно выражаясь, построена на песке, и вряд ли ее стоит оценивать как прочную основу нашего финансового благополучия. Рано или поздно спекуляции будут играть значительно более скромную роль на нашем финансовом рынке, как это и должно быть. Об этом говорит нам опыт великих спекулятивных маний прошлого, таких как «Тюльпаномания» или «пузырь Компании Южных морей». Не знаю, когда и как, но однажды сообщество инвесторов придет к осознанию саморазрушительной природы спекуляции, будь то Уолл-стрит или казино.

Вряд ли я единственный автор, который, будучи погруженным в работу над своей рукописью, чувствует особое воодушевление, когда видит в известной газете материал, подтверждающий (по крайней мере для самого автора) изложенные в его книге идеи, пусть и спорные. Именно это чувство я испытал, прочитав статью в *The Economist* 3 марта 2012 года. Как вы сможете убедиться, почти все мысли, озвученные в этой публикации и приведенные мной в блоке 1.1, соответствуют выводам, излагаемым в следующих главах.

Казино на Уолл-стрит

В 1999 году я написал для *The New York Times* статью «Казино на Уолл-стрит». В ней я обращал внимание на отрицательное воздействие «лихорадочной биржевой торговли акциями». В то время объем торгов за день составлял в среднем 1,5 млрд акций — незначительный по сегодняшним меркам показатель. В 2010 году *The Times* еще раз обратилась к этой проблеме, опубликовав передовицу с практически тем же заголовком «Казино Уолл-стрит». В ней говорилось о том, что уровень спекуляций, и ранее искажавших работу наших рынков и сослуживших плохую службу инвесторам, еще более существенно вырос.

Чтобы осознать, почему спекуляция истощает ресурсы инвесторов как группы, надо понять специфику рынка, для которого присуще повторение

одного и того же сценария. Как группа инвесторы неизменно *получают* валовой доход (скажем, на фондовом рынке), но только если не учитывать затраты на услуги финансовых посредников. Если игра на бирже дала нулевой результат до вычета затрат, то *после* их вычета станет очевидно, что она была убыточной. Как часто мы забываем об этих «незыблемых правилах простой арифметики» (выражение, использованное бывшим судьей Верховного суда США Луисом Брандейсом сто лет назад), когда мы играем на фондовом рынке друг против друга, день за днем — и неизбежно безрезультатно.

С течением времени такие затраты становятся просто огромными. Однако и сегодня далеко не все инвесторы понимают значение этой простой арифметики и отказываются от существенной доли долгосрочной доходности, которую можно получить на нашем фондовом рынке. Даже если затраты на операции на финансовом рынке — комиссии по сделкам, гонорары советников по инвестициям, комиссионные сборы брокеров и административные расходы — составляют в целом не более 2% в год, в долгосрочной перспективе эта сумма будет астрономической. Считайте сами: за всю предстоящую (скажем, 60-летнюю) карьеру в инвестиционном бизнесе начинающий инвестор, рыночная доходность инвестиций которого первоначально составляет 7%, может заработать 5600%. Но с учетом затрат доходность его инвестиций снизится до 5%, а прирост капитала за эти годы — до 1700%, то есть составит менее одной трети от первоначального показателя.

Блок 1.1

Говорит лондонский The Economist

*«Надувательство — фондовый рынок
не соответствует своим целям», Баттонвуд¹*

«Основная экономическая функция фондового рынка двойственна. Во-первых, лица, имеющие сбережения, могут участвовать в обеспечении экономического роста страны, увязывая размещенные ими средства с прибылью

¹ Колонка в журнале The Economist, названная по имени Баттонвудского соглашения (Buttonwood Agreement), заключенного в 1792 году между 24 фондовыми брокерами под платаном (buttonwood) на Уолл-стрит, что привело к образованию биржи NYSE. *Прим. науч. ред.*

компаний. Во-вторых, фондовый рынок должен способствовать эффективному распределению капиталов. Эти долгосрочные цели не имеют ничего общего с ежедневными колебаниями рынка. Проблема заключается в том, что нормативно-правовая база в значительной степени была переориентирована на стимулирование ликвидности и биржевой активности, а не на поддержку долгосрочного владения активами. В результате этого наблюдается чрезмерная ориентированность на краткосрочные цели.

И что еще хуже: частое составление отчетов заставило руководителей сосредоточиться на “улучшении показателей” в ущерб долгосрочному планированию. Показатели эффективности работы, такие как прибыль на акцию или рентабельность капитала, могут привести к совершению более рискованных операций.

Так почему акционеры не исправляют этот дисбаланс? (Потому что) большая часть акций уже не принадлежит частным инвесторам. Эти акции находятся в руках профессиональных управляющих фондами. Эти управляющие, в свою очередь, назначаются с учетом результатов, достигнутых ими в течение короткого срока, а также исходя из эффективности их работы по сравнению с фондовыми индексами.

Если говорить кратко, сегодняшняя структура рынка не отвечает его целевому назначению. И как исправить эту ситуацию — неизвестно, и “серебряной пули” для этого не существует, конечно. Но выгоды для долгосрочных инвесторов, такие как налоговые льготы или лучшие права голоса, могут отчасти стать ответом на этот вопрос. Более разумные правила в отношении выплаты вознаграждения управленческому персоналу также не повредят. Прежде всего, эти меры позволят вспомнить о том, что фондовый рынок служит более масштабным целям и не должен быть лишь хитроумной версией Национальной лотереи (National Lottery)».

Реалии инвестиционного бизнеса таковы, что мы — инвесторы как группа — не получаем того, за что платим, то есть дохода от компаний, в которых мы участвуем. Но при этом мы получаем то, за что мы *не* платили. Поэтому, как ни странно, чем меньше мы платим как группа, тем больше мы получаем. А если мы не платим ничего (или почти ничего, как в случае с индексными фондами, инвестирующими в акции), мы получаем всё, то есть рыночную доходность. И эту математику на рынке обойти невозможно. Эта финансовая математика во многом повторяет

математическую модель работы казино, лежащую в основе функционирования индустрии азартных игр. Везение тех, кто выигрывает, сбалансировано за счет невезения проигравших. При этом, несмотря на выигрыш или проигрыш участников, крупье берет установленный заведением процент с каждой ставки. Так работают не только казино в Лас-Вегасе, Фоксвудсе или Атлантик-Сити, но и вездесущие национальные лотереи (например, Mega Millions и Powerball) с той лишь разницей, что доля крупье в этих гигантских лотереях по сравнению с выплачиваемой суммой даже выше, чем на Уолл-стрит, на ипподромах или в игорных домах.

Называть Уолл-стрит «казино», конечно, не совсем справедливо. Уолл-стрит больше, чем казино. Она обеспечивает ликвидность, на которую рассчитывают и долгосрочные инвесторы, и краткосрочные спекулянты. Уолл-стрит, как говорилось выше, также обеспечивает формирование капитала, но в относительно небольшом объеме по сравнению с общим объемом сегодняшнего фондового рынка. Но время от времени даже инсайдеры этого рынка признают сходство. В конце 2010 года один из топ-менеджеров крупной компании Cantor Fitzgerald с Уолл-стрит сознался в очевидном: «Я не вижу разницы между бульваром Лас-Вегас и Уолл-стрит: в долгосрочной перспективе мы не можем проиграть, но есть игры, в которых мы можем потерпеть убытки».

Этот менеджер рассказывал о том, почему Cantor Fitzgerald, один из крупнейших брокеров, занимавшийся операциями со сверхнадежными (до сего времени!) правительственными облигациями США, сейчас также имеет спортивную букмекерскую контору в новом казино в Лас-Вегасе. «Переезд на Лас-Вегас-Стрип... может принести много денег», — добавил еще один представитель Cantor Fitzgerald, особенно с учетом новой лицензии, которая позволяет принимать ставки на спортивные мероприятия, организовывать игру в рулетку и игровые автоматы через мобильные устройства (пока только в Неваде). Так может ли Уолл-стрит, где на сегодняшний день у вас есть возможность проводить операции с акциями через мобильный телефон, оставаться в стороне? Действительно, учитывая мощь компьютерного обеспечения, технологии, количественные показатели и алгоритмы, имеющиеся у нас сегодня (а также огромные объемы спекуляций на бирже по сравнению с игрой в казино), Уолл-стрит находится далеко впереди.

Как спекуляция погубила инвестирование

Сегодняшнее преобладание проигрышной спекуляции над выигрышным инвестированием на рынке отнюдь не случайно. Такое доминирование было обусловлено критическими изменениями в отдельных элементах инвестирования. Первой причиной, на мой взгляд, стал упадок прежнего общества собственников, уступившего место новому агентскому обществу, в котором все перевернулось. В 1950 году частные инвесторы владели 92% акций компаний США, в то время как в руках институциональных инвесторов находилось лишь 8%. Но роли поменялись, и сегодня институциональные инвесторы владеют 70% акций, а частные лица — только 30%, играя на вторых ролях. Проще говоря, институциональные агенты сегодня оказывают решающее влияние на исход голосований по всей «корпоративной» Америке. (Более подробно я рассматриваю эту проблему в главе 2.)

Первоначально управлявшие пенсионными и взаимными фондами, а позднее — и хедж-фондами, эти новые инвесторы (агенты) вряд ли не соблюдали собственных финансовых интересов. Как группа (за редким исключением) они пользовались преимуществом своего статуса, взимая большие сборы за свои консультационные услуги и придерживаясь инвестиционной политики, ориентированной на краткосрочные сделки. Отчасти они признавали, что клиенты будут составлять свое мнение о них, исходя из этих показателей. Управляющие взаимными фондами зарабатывали на том, что краткосрочная доходность (даже если она могла быть непродолжительной и фактически была таковой) могла бы их обогатить за счет высоких комиссионных. Чтобы снизить взносы в пенсионные фонды и увеличить краткосрочную доходность, управленцы, ответственные за корпоративные пенсионные программы, планировали нереалистично высокую доходность в будущем. Федеральные и местные власти, находясь под давлением профсоюзов, добивавшихся повышения зарплат и пенсий, не просто делали то же самое, но и не предоставляли финансовых сведений, которые отражали бы или хотя бы намекали на пугающие финансовые последствия, уже начинавшие проявляться.

Снижение стоимости биржевых операций

Увеличение доли институциональных собственников не было единственным фактором, приведшим к росту объема спекулятивных сделок на бирже. Немаловажным было и серьезное снижение себестоимости операций.

Проще говоря, биржевые сделки стали значительно дешевле. Налоговые аспекты практически перестали играть роль ограничителя при совершении сделок с ценными бумагами. Львиная доля средств, находящихся в управлении влиятельных институциональных инвесторов, доминирующих сегодня на рынке, была размещена на счетах клиентов с отложенными налоговыми обязательствами (частных и государственных пенсионных и сберегательных фондов), а также на счетах клиентов, освобожденных от уплаты налогов, — например, благотворительных фондов. Управляющие взаимными фондами примерно так же относились и к активам клиентов, не освобожденных от уплаты налогов, не принимая во внимание налоговые аспекты и тем самым перекладывая налоговые обязательства на плечи зачастую ничего не подозревающих пайщиков фонда. Со временем такие агенты перестали учитывать налоги на доход и на прирост капитала, которые ранее были существенной частью себестоимости транзакций в портфеле инвестиций и сдерживали рост объемов торгов.

Затем, как и следовало ожидать по закону непредвиденных последствий, комиссии с биржевых операций резко упали, что снизило себестоимость биржевых сделок практически до нуля. Фиксированный размер комиссии, составлявший около 25 центов за акцию и считавшийся стандартом до 1974 года, уступил место комиссионным, размер которых определялся свободным рынком. Уолл-стрит, когда-то являвшаяся бастионом рыночного капитализма, боролась с этим изменением, вкладывая в борьбу немало упорства (и денег). Но в итоге она проиграла. Переход к десятичной системе при определении курса акций, начавшийся в 2001 году, также сыграл свою роль в этом процессе, так как размер комиссионных упал до нескольких центов за акцию, поскольку *себестоимость* биржевых операций снизилась до абсолютного минимума. Тем не менее, учитывая рост объема торгов, совокупная прибыль Уолл-стрит от комиссионных за последнее десятилетие удвоилась, что компенсировало снижение ставок.

Видимо, я еще раз повторю очевидное, сказав, что бычий рынок способствует усилению спекулятивной активности. В конце концов, можно ли говорить о каком-либо значимом ущербе доходности даже с учетом ранее действовавших ставок налогов и комиссионных, если индекс S&P 500 вырос более чем в 10 раз: со 140 в 1982 году до пиковых 1520, зафиксированных в 2000-м? Более того, когда культура крупных биржевых сделок утвердилась в этой системе, даже медвежий рынок, приведший к падению S&P 500 до минимума в 680 весной 2009 года, не смог нарушить тенденцию к высокой биржевой активности. В некотором отношении события последних нескольких лет фактически увеличили уровень спекуляции.

Управляющие хедж-фондами и другие спекулянты

Развитие спекулятивной культуры ускорилось с появлением нового типа институциональных инвесторов — хедж-фондов, оборачиваемость портфелей которых составляет 300–400%. Первый хедж-фонд возник в США в 1949 году, а в настоящий момент на рынке насчитывается порядка 4600 хедж-фондов. Сегодня в их управлении находится около 2 трлн долларов — хотя несколько лет назад, на пике своей популярности, хедж-фонды управляли суммой порядка 2,5 трлн. Некоторые хедж-фонды обеспечивают впечатляющую доходность, но и вероятность убытков (то есть возможность ухода фонда из бизнеса) столь же велика. По некоторым оценкам, вероятность провала достигает 20%. Это означает, что ежегодно каждый пятый хедж-фонд исчезает. Если учитывать доходность таких фондов вместе с доходностью фондов, остающихся на рынке, то совокупная доходность не превышает среднего по рынку уровня.

Например, в последние 10 лет рядовой хедж-фонд имел годовой доход за вычетом сборов (но до вычета налогов) в 4,6%. Для сравнения, Wellington Fund — передовой, с низким уровнем рисков и затрат, консервативный и сбалансированный взаимный фонд — приносил 6,2%. Поскольку традиционная структура комиссии за управление «2 и 20» (2% от стоимости активов в год плюс плата за успех в 20% от реализованной и нереализованной прибыли) чаще всего отнимает 3 процентных пункта в год от *валового* дохода рядового хедж-фонда, неудивительно, что *чистый* доход, в лучшем случае, был посредственным. (Подробнее о структуре затрат в Wellington Fund рассказывается в главе 7.)

В то время как хедж-фонды находились на гребне волны спекуляций, многие пенсионные и взаимные фонды также перешли на новую стратегию, ориентированную на количественные показатели и большой оборот, поскольку еще более совершенные компьютеры и программное обеспечение сделали биржевые данные доступными практически повсеместно. Аналитики и ученые обрабатывали практически бесконечные объемы данных о биржевых ценах акций, используя сложные методики. Они изучали относительную оценку, классы акций (рост в сравнении с ценой, акции компаний высокой капитализации в сравнении с акциями компаний малой капитализации), динамику рынка, изменения в оценке прибыли и многое другое.

Каждая из этих моделей была призвана дать *положительный коэффициент альфа* (дополнительную доходность по сравнению с эталонной

доходностью), который воспринимается как «священный Грааль» неизменного превосходства в доходности. Но лишь немногие профессионалы задавали себе жизненно важный вопрос: а есть ли этот Грааль в реальности? Нет. Положительного коэффициента альфа не существует; он не может существовать для инвесторов как для группы в целом. Для них коэффициент альфа равен нулю до вычета затрат и имеет отрицательное значение после их вычета.

Еще одним мощным стимулом распространения новой среды, в которой процветает скоростная торговля, конечно же, были *деньги*. Не только большие деньги для управляющих хедж-фондами, но и большие деньги для брокеров и инвестиционных банков, большие деньги для управляющих взаимными фондами, а также для юристов, специалистов по маркетингу, регистраторов, бухгалтеров, прайм-брокеров и банкиров — всех этих высокооплачиваемых участников нашего «казино». Неизбежно, как я уже писал выше, каждый доллар из этих денег взят напрямую из кармана клиентов данной индустрии.

По сути своей усиление спекуляции отражает и более глубокие изменения в нашей национальной культуре. По всей Америке профессиональные области, заслуживающие доверия и традиционно работавшие на благо общества, все больше приобретают черты бизнеса. Они сосредоточены на максимальном увеличении прибыли тех, кто их финансирует. И часто — в ущерб моральным ценностям прошлого. Более того, культура азартных игр, всегда являвшаяся частью нашего общества, сначала укрепилась, а затем и возобладала, отвлекая от трудностей, с которыми сегодня сталкивается огромное количество семей.

Игра на бирже или в казино (где шансы выиграть еще меньше) дает относительно состоятельным членам общества возможность быстро увеличить их состояние, а семьям с низким доходом, которые больше других нуждаются в средствах, — возможность наконец преуспеть, хотя их шансы на успех, честно говоря, очень низки. При этом нам, американцам, нравится покупать разные вещи в огромных количествах, даже если у нас нет на это денег. Мы концентрируемся на наших сегодняшних желаниях, а не на будущих потребностях. Даже самым состоятельным нашим гражданам, кажется, никогда не будет *достаточно*. Мы равняемся на соседей. И поскольку реалии нашей жизни могут быть слишком сложными, дабы совладать с ними, мы обращаемся к спекуляции, чтобы даже при неравенстве ставок она помогла нам уйти от скучной повседневности.

Мы не можем сказать, что нас не предупреждали

Много лет назад вероятность того, что спекуляция начнет играть более важную роль в финансах, беспокоила легендарного инвестора Бенджамина Грэхема. В 1958 году в своем обращении к Нью-Йоркскому обществу финансовых аналитиков¹ он описал грядущее изменение в культуре как «противоречивые взаимоотношения между настоящим и прошлым в нашем подходе к инвестированию и спекуляции на обыкновенных акциях». Некоторые выдержки из этого обращения мы приводим в блоке 1.2.

Блок 1.2

Предсказание Бенджамина Грэхема (1958 год)

«В прошлом спекулятивная составляющая обыкновенных акций была напрямую связана с компанией-эмитентом. Она возникала из-за какой-либо неопределенности, наличия составляющих, слабости отрасли или положения самой компании. Но в последние годы новой и значимой спекулятивной составляющей стало нечто пришедшее на рынок акций из сферы, которая находится за пределами компаний. Это явление возникло вследствие распространения среди покупателей акций и их консультантов (в основном биржевых аналитиков) определенного подхода, который можно описать одной фразой: “Основной упор на будущие ожидания”.

Концепция будущих возможностей и, в частности, дальнейшего неуклонного роста влечет за собой применение формул из высшей математики, призванных определить текущую стоимость интересующих активов. При этом комбинирование точных формул с неточными допущениями может использоваться для того, чтобы установить или подтвердить любую стоимость по нашему желанию, вне зависимости от ее величины.

Возьмем три основных ингредиента: а) оптимистический прогноз по темпам роста прибыли; б) относительно долгосрочный прогноз такого роста в будущем; в) эффект от применения сложных процентов — и вот вам результат! Финансовый аналитик имеет в своем распоряжении новый

¹ New York Society of Financial Analysts. *Прим. науч. ред.*

вид философского камня, с помощью которого можно получить или обосновать любую желаемую оценку действительно “хороших акций”.

Принято считать, что математика дает точные, заслуживающие доверия результаты. Но на фондовом рынке дело обстоит иначе — чем сложнее и труднее для понимания математика, тем более неопределенными и отвлеченными становятся выводы. И если кто-либо использует математический анализ или высшую математику, то можно считать это предупреждением о том, что теорию пытаются заменить опытом, а спекуляцию замаскировать под инвестирование.

Разве инвесторы и биржевые аналитики не отведали плода с дерева познания добра и зла? А сделав это, не изгнали ли они себя из рая, где перспективные обыкновенные акции по разумным ценам буквально можно было срывать с куста?»

Упоминание Грэхемом первородного греха отражает его глубокую обеспокоенность попытками количественного определения неопределимого, да еще и с большой точностью. Когда Грэхем произнес эти слова в 1958 году, последствия этого «куса от яблока количественного инвестирования» были едва заметны. Но к концу 1990-х новая форма инвестиционного поведения стала доминирующей силой и продолжает оставаться основным движущим фактором спекуляции, которая погубила наши финансовые рынки. Райского сада больше нет.

Мудрость Джона Мейнарда Кейнса

За много лет до того, как Бенджамин Грэхем произнес историческую речь в 1958 году, о чрезмерном распространении спекуляции нас предупреждал другой легендарный человек. Британский экономист Джон Мейнард Кейнс провел точную грань между инвестированием и спекуляцией, произнеся ясные и простые слова.

Перемены в культуре финансовых рынков — широкомасштабная тенденция к доминированию спекуляции над инвестированием, — а также изменения в поведении, системе ценностей и этике многих участников рынка были обусловлены глубокими изменениями в *природе* наших финансовых рынков. Эти изменения, оставшиеся по большей части незамеченными, отражают два диаметрально противоположных взгляда на то,

что такое инвестирование. Это два отдельных рынка, если хотите. Один из них — *реальный* рынок с присущей ему внутренней стоимостью бизнеса. Второй — это рынок *ожиданий* с существующими на нем мгновенными биржевыми курсами.

Удивительное совпадение, но я был всерьез озабочен четким разделением этих понятий с того момента, как впервые встретился с лордом Кейнсом, будучи студентом экономического факультета Принстонского университета. Это чистая правда! В своей диссертации 1951 года, которую я писал под впечатлением от статьи, напечатанной в *Fortune* в 1949 году, о «небольшой, но вызывающей полемику» индустрии взаимных фондов, я цитировал слова Кейнса. Он четко разделял «прогнозирование потенциальной доходности актива на протяжении всей его жизни» — *предприимчивость* (я называю это *инвестированием*) и *спекуляцию* — «прогнозирование психологии рынка».

Спекуляция вытеснит инвестирование

Кейнса волновал вопрос о том, каков социальный эффект от усиления влияния краткосрочной спекуляции на цену акций. «Традиционная оценка [акций], установленная на основе массовой психологии большого количества неспециалистов, — писал он в 1936 году, — может существенно изменяться в результате неожиданных колебаний их мнения, обусловленных факторами, которые не имеют большого значения с точки зрения потенциальной доходности. Это приводит к возникновению ничем не подкрепленных волн оптимизма и пессимизма».

Позднее Кейнс пророчески предсказал, что эта тенденция усилится, поскольку «даже эксперты, обладающие большими знаниями и опытом, чем среднестатистический инвестор, будут озабочены не долгосрочным прогнозированием вероятной доходности инвестиций до конца срока жизни актива. Их будет волновать прогноз изменений стоимости активов до того, как они будут спрогнозированы широкой публикой». В результате этого, как предупреждал Кейнс, фондовый рынок станет ареной «для битвы умов, старающихся вычислить факторы, которые будут лежать в основе традиционного определения стоимости актива через несколько месяцев, а не потенциальную доходность инвестиций через многие годы».

В моей диссертации я процитировал именно эти слова, а затем имел смелость не согласиться с этим великим человеком. Управляющие портфелями, как я предположил (и мои прогнозы оказались верны), превратятся

в масштабную индустрию взаимных фондов и «будут обеспечивать на рынке спрос на ценные бумаги, и их спрос будет *устойчивым, сформированным на основе опыта, информированности и аналитических данных* [курсив мой. — Д. Б.]. Это будет спрос, основанный на эффективности компании [*предприимчивость* по Кейнсу], а не на общественной оценке стоимости акции — ее цене [*спекуляция* по Кейнсу]».

Увы: предсказанный мной устойчивый, сформированный на основе опыта, информированности и аналитических данных спрос со стороны профессиональных инвесторов сегодня встречается нечасто. Совсем наоборот! Управляющие капиталом, соответствуя определению циников, данному Оскаром Уайльдом, кажется, знают «всею цену, но не знают ценности». По мере роста и развития индустрии фондов предсказанный мной устойчивый, сформированный на основе опыта, информированности и аналитических данных спрос в конечном итоге так и не материализовался в реальности, хотя спекулятивный спрос значительно вырос. Итак, через 60 лет после того, как я написал эти слова в своей диссертации, я вынужден согласиться с очевидным: Кейнс был прав в своем утонченном скептицизме, а Богл в своем незрелом идеализме ошибался. Назовем это Кейнс — Богл — 1:0. Но это не значит, что мы должны позволить этой системе завоевать лидерство навсегда.

Исправляя общественный договор

Сегодняшнее доминирование культуры, основанной на краткосрочной спекуляции, а не на долгосрочном инвестировании, имеет серьезные последствия, которые выходят далеко за рамки финансового сектора. Оно искажает наши рынки и сказывается на ведении бизнеса. Если участникам рынка нужны быстрые результаты и прогнозируемая доходность в непредсказуемом мире, то компании действуют соответствующим образом. В результате они испытывают существенное давление, им приходится сокращать персонал, экономить, пересматривать расходы на исследования и разработки, а также осуществлять слияния, чтобы «нарисовать нужные суммы» (нередко «мутя воду бухгалтерской отчетности»).

Когда краткосрочные спекулянты вынуждают компанию показывать доход на капитал, определяемый стоимостью акций на рынке *ожиданий*, а не истинной стоимостью капитала, привлеченного акционерами на *реальном* рынке, решение обеих задач становится почти невозможным. В действительности любые попытки сделать это могут привести к край-

не негативным последствиям для сотрудников компании, для ее бизнес-окружения, для сохранности выпускаемых ею товаров и услуг и даже для выживания компании в долгосрочной перспективе. Если компания все свои усилия направляет на соответствие ожиданиям (или даже требованиям) Уолл-стрит, а не на производство товаров и услуг, удовлетворяющих растущие потребности клиентов, она вряд ли будет должным образом служить обществу. При этом служение компании своим клиентам и обществу в целом остается высшей целью рыночного капитализма.

Думаю, еще более важен тот факт, что мы в значительной степени утратили жизненно важную связь между руководителями и собственниками компаний. Владение имеет свои преимущества, и одно из главных — возможность обеспечить превалирование интересов акционеров над интересами менеджмента. Но большинство краткосрочных *арендаторов* акций не очень заинтересованы в том, чтобы руководство компании ориентировалось в первую очередь на интересы акционеров. Даже долгосрочные *собственники* акций, кажется, не слишком обеспокоены реализацией своих прав (и несением своих обязанностей), связанных с владением акциями.

Агентское общество, описанное мной ранее, слишком редко вовлекалось в процесс управления компаниями. В авангарде серьезных реформ должны были встать индексные фонды, поскольку они не могут продавать и не продают акции компаний, руководство которых не добилось требуемой доходности капитала. Несмотря на усиление роли индексных фондов, многие управляющие не желают менять ход событий. Их философия проста: пусть другие «работают мускулами» — предлагают кандидатуры доверенных лиц, назначают директоров, определяют размер вознаграждения руководителей и отстаивают интересы акционеров.

Вопросы вознаграждения

Давайте поговорим о вознаграждении руководителей, которое абсурдно велико, но многие акционеры этого не замечают. Давайте также обсудим финансирование политических партий, которые обязаны раскрывать лишь ограниченный срез информации участникам фонда. Отчасти эта проблема обусловлена тем, что намерения институциональных инвесторов нередко отличаются от намерений акционеров и бенефициаров пенсионных фондов, чьи интересы они представляют. Как и руководители компаний, эти управляющие денежными средствами слишком часто ставят собственные интересы превыше всего, пользуясь преимуществами своего статуса

агента. (Подробнее рассмотрим оба этих вопроса — агентов, управляющих нашими компаниями и крупными инвестиционными пулами, и участие в корпоративном управлении — в следующих двух главах: «Общество двойных агентов и “счастливый тайный сговор”» и «Молчание фондов».)

Безусловно, одним из величайших парадоксов нашего общества на данный момент является то, что самое крупное финансовое вознаграждение получают представители инвестиционного сообщества, *отнимающего* ценности у своих клиентов. При этом в деловом сообществе, *добавляющем* ценности обществу, размер получаемого вознаграждения гораздо ниже. В конечном счете такая система с большой долей вероятности может стать источником социальных разногласий и породить резкую реакцию общественности на рекордную на сегодняшний день пропасть между небольшой прослойкой получателей дохода и огромным количеством обыкновенных граждан. Так, 0,01% семей в США с самыми большими доходами (всего 150 000) имеет 10% от всего дохода, получаемого остальными 150 млн семей. Это в три раза больше, чем те 3–4%, которые они получали в 1945–1980 годах. Не секрет, что около 35 000 этих семей сделали свое состояние на Уолл-стрит.

Создание ценностей против отъема ценностей

Существует еще одно несоответствие, которому способствует и которое поддерживает наша финансовая система: слишком много выдающихся молодых людей в нашей стране вместо того, чтобы становиться учеными, физиками, педагогами или госслужащими, уходят в инвестиционную отрасль, привлекаемые ошеломляющим вознаграждением. Эти огромные деньги служат для того, чтобы переманить жизненно важные кадровые ресурсы из других, возможно, более продуктивных и социально значимых отраслей. Даже в области инженерного дела «финансовый инжиниринг», который по своему характеру *не связан с созданием материальных ценностей*, господствует над «реальным» инженерным делом — гражданским строительством, электроэнергетикой, машиностроением, авиастроением, — *реально создающим материальные ценности*. Долгосрочные последствия этих тенденций просто не могут благоприятно сказаться на развитии, продуктивности, процветании и конкурентоспособности нашей страны на мировом уровне.

Наконец, доминирование спекуляции в нашей финансовой деятельности отвлекает внимание общества от создания материальных ценностей

(хотя в итоге именно от этого зависит наша страна и наша нация) и переклюкает его на мимолетную иллюзию биржевых курсов. Мы тратим слишком много из тех 600 млрд долларов, в которые нам ежегодно обходится содержание инвестиционного сектора, на то, что фактически является азартной игрой. Вполне возможно, эта игра довольно разумная. Однако ставки на то, что с помощью хитроумных шагов и алгоритмов работы одна компания сможет получить устойчивое преимущество перед другой, регулярно оказывались проигрышными. (Просто не существует доказательств систематического достижения устойчивого преимущества.) Лорд Адейр Тернер, председатель Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании, описывает происходящее в мировых финансовых центрах как «социально бесполезную деятельность». Я часто говорил о том же: «Фондовый рынок ушел далеко от инвестиционного бизнеса».

И вновь я не одинок в выражении обеспокоенности тем, что культура спекуляции доминирует над культурой инвестирования на финансовых рынках. Я действительно горд, что мои взгляды совпадают с философией легендарного финансиста и экономиста Генри Кауфмана — человека, чья мудрость ставит его в первые ряды моих наставников, заслуживающих высочайшего доверия. В блоке 1.3 представлены выдержки из его книги «О деньгах и рынках: мемуары об Уолл-стрит» (On Money and Markets: A Wall Street Memoir), опубликованной в 2001 году. Хотя эти строки написаны более 10 лет назад, они особенно задевают нас после финансового кризиса 2008 года, который обрушился на нашу экономику, наше общество и наши дома. Настало время задуматься над этими мудрыми словами.

Блок 1.3

Вечная мудрость Генри Кауфмана (2001 год)

«В США не сохранился должный баланс между финансовым консерватизмом и финансовым предпринимательством — фундаментальное и долгое противостояние между двумя большими группами. На одном полюсе находятся финансовые консерваторы, которые поддерживают сохранение status quo на рынке и питают глубокое уважение к таким традиционным ценностям, как благоразумие, стабильность, безопасность и надежность. На противоположном полюсе оказались финансовые предприниматели —

любители риска, неустанно ищущие на рынке аномалии, которыми можно воспользоваться, и несовершенства, которые могут принести выгоду. Они считают действующее законодательство и нормативные акты своего рода добычей, которую вполне можно проверить на прочность.

Количественные и эконометрические методы, разработанные в последнее время, дали инвесторам и портфельным управляющим ранее незнакомое чувство уверенности в своей способности предсказывать финансовые тенденции и поведение. Компилируя и анализируя исторические данные и строя модели на базе имеющихся переменных, специалисты по эконометрике часто стараются спрогнозировать изменения процентных ставок, биржевых курсов, инфляции, безработицы и прочего. Тем не менее в периоды финансовой эйфории, равно как и во времена паники среди инвесторов, эти методы становятся бесполезными. Причина тому достаточно проста: огромное количество моделей основывается на наших предположениях о нормальном и рациональном финансовом поведении. Однако во время страстей на фондовом рынке мало кто способен аналитически мыслить и логически действовать. Движущей силой становятся гордыня, эйфория, страх или пессимизм — эмоции, которые современные модели не учитывают и, вероятно, не смогут просчитать.

На людей, работающих в финансовом секторе, возложена особая ответственность — ответственность за чужие деньги. Но в раскаленной, быстро меняющейся финансовой среде, которая преобладает в последние десятилетия, о базовой фидуциарной ответственности нередко забывают. В пылу эмоционального возбуждения, которое царит в торговом зале и которое для многих уже само по себе является некоей игрой и самоцелью, понятие о доверительных функциях в финансовом секторе часто теряется. При окончательном анализе становится ясно, что перекокс в сторону необузданного финансового предпринимательства требует экономических затрат, намного превышающих его экономическую пользу. Только укрепляя баланс между предпринимательскими инновациями и традиционными ценностями, такими как благоразумие, стабильность, безопасность и надежность, мы сможем улучшить соотношение между пользой и затратами в нашей экономической системе.

Сегодняшнее финансовое сообщество страдает от “трудно излечимой амнезии”. В стремлении к инновациям и получению дохода большинство

обитателей Уолл-стрит не знают или забыли о разрушающем эффекте безответственного поведения. Выпускники факультетов бизнеса в большинстве колледжей и университетов в свое время должны были изучать курс истории бизнеса и финансов, ведь история экономики и экономической мысли считалась основной составляющей программ экономических факультетов. Но ситуация изменилась. В своей одержимости новыми количественными методами большинство бизнес-школ отказались от курсов, изучающих историю. Все, что имеет отношение к качественной стороне деловой активности — этика, деловая культура, история и прочие предметы, — было отодвинуто на второй план или изъято из программы как слишком “мягкое” и “непрактичное”. Однако лишь знание долгосрочной исторической перспективы может помочь отделить действительно вечное и выдающееся от эфемерного и просто модного. В финансах, как и во всех человеческих начинаниях, история может преподать множество уроков».

Восстановление баланса в нашем инвестиционном секторе

Хотя наш финансовый сектор во многом работает не так, как наша продуктивная экономика, эти отрасли вряд ли можно назвать независимыми друг от друга. Как сказал экономист Хайман Мински: «Поскольку финансы и промышленный рост находятся в симбиозе друг с другом, развитие финансового сектора играет ведущую роль в динамике нашей экономики».

Нынешнее доминирование спекулятивной составляющей требует не только размышлений на эту тему, но и действий по исправлению ситуации. Думая о том, как восстановить баланс между инвестициями и спекуляцией в нашем финансовом секторе, мы можем рассмотреть целый ряд возможных шагов. И хотя каждая такая мера имеет массу положительных моментов, любые наши действия должны пройти серьезную проверку с точки зрения последствий, а также преодолеть сопротивление со стороны противников, имеющих свои интересы в этом *status quo*. Теперь давайте оценим некоторые пути достижения баланса между этими двумя культурами, а также их пользу для общества.

Налоговая политика и финансовые операции

В игру вновь могут вступить налоги — они заменят собой некоторые фиктивные затраты на инвестиционную деятельность, которые в прошлые годы сдерживали спекуляцию. Когда-то давно Уоррен Баффет предложил ввести налог на сверхкраткосрочные доходы от прироста капитала как для инвесторов, подлежащих налогообложению, так и для инвесторов с отложенными налоговыми обязательствами. (Он говорит, что это была шутка.) В качестве альтернативы могут быть рассмотрены налоги на сделки, как предлагал профессор Джеймс Тобин: возможно, в пределах от 1 до 5 базисных пунктов (0,01–0,05% от суммы сделки). Налог должен уплачиваться как продавцом, так и покупателем акций, но не организаторами торговли. Такой вид «налога Пигу»¹, который по своей природе является налогом «на пороки» (создан для того, чтобы поощрять надлежащее поведение), в целом не популярен не только среди управляющих инвестициями, но и среди экономистов. При этом он вполне заслуживает рассмотрения. Если нужны менее радикальные меры, можно подумать о запрете на налоговые вычеты в связи с краткосрочными убытками. Да, снижение объемов торгов, которое может быть вызвано подобным изменением налогообложения, способно отрицательно сказаться на ликвидности на наших рынках. Но действительно ли нам столь необходимы сегодняшняя ошеломляющая оборачиваемость и суммы, превышающие нормы полувековой давности?

Стоит рассмотреть также налоги на доход от торговли акциями. Сто лет назад президент Теодор Рузвельт разграничил «положительную деятельность», которая приносит пользу обществу и добавляет ценности, и «отрицательную деятельность», которая оказывает противоположное воздействие. Он говорил о спекулянтах как о «людях, которые ищут заработка, но не в честном труде, а в азартных играх». Если торговля листками бумаги похожа на азартную игру (вспомните ранее приведенный пример с «казино»), почему доходы от торговых операций не должны облагаться *более высоким* налогом? И все же мы живем в «Стране чудес», где даже ранее упомянутые комиссионные за управление, взимаемые хедж-фондами, имеют значительно *более низкие* ставки. Такие доходы облагаются лишь минимальным налогом, применимым к долгосрочному приросту стоимости капитала (при этом даже стандартный налог на доходы взимается по более высокой ставке). Я не могу себе представить, как наши

¹ Артур Сесил Пигу — английский экономист начала XX века.

законодатели могут продолжать выступать в поддержку такой абсурдной и несправедливой субсидии в форме налоговых льгот. Подобная система дает преимущество высокооплачиваемым биржевым трейдерам перед рабочими, которые зарабатывают свои деньги потом и кровью. При этом получают гораздо меньше за ту продукцию и услуги, благодаря которым наша страна поддерживает достойный уровень жизни, вызывающий зависть во многих уголках мира.

Установить лимиты на использование заемных средств, обеспечить большую прозрачность деривативов и ужесточить наказание за финансовые преступления

Нам необходимо более сильное, суровое и мудрое регулирование, основанное на определенных принципах, где это возможно, а где невозможно — на прописанных правилах. Нет, я не считаю, что правительство должно взять на себя управление финансовым сектором. Но я готов принять на себя неизбежные затраты на содержание бюрократического аппарата в этой системе, поскольку все равно большая часть деятельности правительства связана не с созданием материальных ценностей, а лишь с получением дохода от них. Регулирование позволит добиться разных целей:

- Установить и обеспечить соблюдение более жестких лимитов на использование заемных средств и требований к качеству портфеля.
- Вывести на свет туманные деривативы, сделать их прозрачными и открытыми, ввести публичную отчетность по всем сделкам.
- Разработать более жесткие правила, чтобы предотвратить (или хотя бы сократить до минимума) очевидные злоупотребления должностными полномочиями, свидетелями которых мы с вами в последнее время являемся; к ним относятся инсайдерская торговля, конфликт интересов и чрезвычайно распространенные «схемы Понци».

Закон Додда — Франка о реформировании Уолл-стрит и защите прав потребителей 2010 года предпринял попытку решить некоторые из этих проблем. Безусловно, достижение прозрачности в сегменте производных инструментов будет плюсом, как и введение новых требований к капиталу банков. Но после разных политических сделок между демократами

и республиканцами (а также реформаторами, банкирами и лоббистами) все эти сложные и бестолковые нормы (170 правил еще находятся в стадии разработки), направленные на ограничение торговли ценными бумагами за счет собственных средств со стороны банков, приводят меня к выводу о необходимости одного простого шага. Надо восстановить разграничение между *сберегательными* и *инвестиционными* банками. Закон Гласса — Стиголла 1933 года отлично работал до тех пор, пока постепенно не был сведен на нет, а затем и отменен в 1999 году.

В нашем финансовом секторе слишком много преступлений и слишком мало наказаний. Мне бы хотелось видеть более жесткие штрафные санкции для «преступников в белых воротничках», которые злоупотребляют доверием своих клиентов. Я приветствую использование федеральными властями прослушивания телефонных переговоров в целях борьбы с инсайдерской торговлей. Это позволяет им одерживать нелегкую победу над высокопоставленными руководителями, полагающими, что нарушение законодательства просто сойдет им с рук. Вводимые сейчас наказания в виде тюремного заключения будут сдерживать этих преступников больше, чем любые иные меры. Нам также необходима более подробная информация о большинстве проблем, поднятых мной в этой главе. Продуманное регулирование может способствовать увеличению прозрачности. Недавно созданное в соответствии с законом Додда — Франка Управление финансовых исследований (Office of Financial Research, OFR) стало важным шагом в данном направлении. Этому же будет способствовать и работа Бюро по защите прав потребителей (Bureau of Consumer Protection), которое все же начало свою деятельность после непростых политических баталий.

Правила игры

Правила игры и поведения игроков также должны быть регламентированы. Однако я придерживаюсь общего принципа: правительство практически при любых обстоятельствах не должно ограничивать свободу рынка. Я вздрагиваю, когда Федеральная резервная система США заявляет о намерении поднять цены на активы (в том числе установить «более высокие цены акций»), очевидно, без учета уровня их истинной стоимости.

Введение ограничений на короткие продажи я также считаю бесполезным. основополагающим принципом должен быть следующий: *пусть рынок очистится сам*, вне зависимости от того, какую цену заинтересо-

ванные и информированные покупатели будут готовы уплатить заинтересованным и информированным (и часто лучше других) продавцам.

Частные инвесторы должны пробудиться. Как у Адама Смита: они должны сами блюсти свои интересы. Конечно, это будет означать, что индивидуальные инвесторы потребуют раскрытия большего количества информации. При этом такое раскрытие должно будет стать более ясным и конкретным. Нам нужна просветительская кампания, чтобы рассказать инвесторам о трудных реалиях инвестирования. Инвесторам необходимо осознавать не только «волшебство» капитализации долгосрочного дохода, но и бремя капитализации затрат. Тех самых затрат, которые в конечном итоге разрушат все «волшебство». (Я уже рассказывал об этих правилах арифметики в данной главе.) Инвесторы должны знать о разумном распределении активов и о значении диверсификации, а также понимать, что между иллюзией *номинальной* доходности и реальностью *фактической* доходности (с учетом инфляции) существует огромная пропасть. Они должны признать, что спекулятивные сделки, подобно азартным играм в казино, заведомо проигрышны. Им необходимо увидеть, сколько в реальности стоят ошибки в поведении, которыми страдают многие участники рынка. Как я уже говорил выше: *инвестиции обычно работают лучше, чем инвесторы.*

Нашим управляющим капиталом (агентам) следует, прежде всего, ориентироваться на долгосрочное инвестирование, чтобы действовать, как добросовестные попечители чужих денежных средств, переданных под их контроль. Финансовые организации являются доверительными управляющими и должны вести себя соответственно, а профессиональным управляющим следует проявлять должную осмотрительность в работе. Мы должны сосредоточиться на базовых принципах инвестирования и принять на себя права и обязанности высшего руководства компании. Нам надо активно участвовать в обеспечении того, чтобы компании, чьи акции находятся во владении и под контролем управляющих (агентов), работали в интересах инвесторов (принципалов), перед которыми имеются фидуциарные обязательства. Большим шагом в нужном направлении станет принятие федерального стандарта фидуциарной ответственности для тех, кто выступает в качестве доверительного собственника. В рамках этого стандарта должны быть предусмотрены следующие положения: ориентация на долгосрочное инвестирование, должная осмотрительность при выборе ценных бумаг, участие в делах компании, обоснованность сборов и затрат, предотвращение конфликта интересов. (В главах 3 и 4 я подробно

рассматриваю вопрос фидуциарных обязательств и разъясню некоторые стандарты их оценки.)

Наконец — и это, возможно, удивит вас — нам, управляющим, надо больше заботиться об интересах клиентов. Именно это стремление должно определять наше поведение и формировать наши ценности. Необходимо, чтобы как сегодняшние, так и будущие лидеры финансового сектора занялись самоанализом, несмотря на то что склонность к нему сейчас встречается крайне редко. Нам нужны честные и мудрые лидеры, знающие историю, условия, практику и особенности нашего финансового сектора. Они должны чувствовать, какой мы хотим видеть нашу отрасль через многие годы. Все эти требования можно свести к простому пониманию того, что было, что есть и что будет. Если бы мы стояли у истоков формирования системы, призванной служить нашим инвесторам, нашим гражданам и нашему обществу в целом, была бы она похожа на ту, которую мы имеем сегодня? А если мы могли бы сделать ее лучше, не пришло ли время для тех из нас, кто равнодушен к будущему профессии финансиста, встать и высказаться, чтобы наш голос услышали? Как говорится: «Если я не заступлюсь за себя сам, то кто же заступится за меня? А если я заступлюсь только за себя, то кто я после этого? И если я не сделаю этого сейчас, то когда же?»

Цель: ответственный капитализм

Мы должны стремиться к тому, чтобы размер нашего финансового сектора соответствовал возложенным на него задачам по формированию капитала, обеспечению ликвидности в равной степени для долгосрочных инвесторов и спекулянтов, а также его ответственности за 150 млн частных инвесторов нашей страны. Мы должны стремиться к формированию инвестиционного сектора, в котором культура ответственного управления и долгосрочного планирования будет доминировать над культурой спекуляции, краткосрочной торговли, умением продавать и рекламировать (хотя они могут быть полезны в разумных пределах). Мы должны стремиться к культуре финансового доверия и к формированию фидуциарных обязательств, которые стали бы *главными героями* длинной саги об инвестировании. При этом предпринимательские инновации и спекуляция должны оставаться *на вторых ролях*. Таким образом, схема работы всей системы должна кардинально измениться. Имея новую, хорошо сбалансированную культуру, наш финансовый сектор будет лучше работать над

тем, чтобы обеспечивать надежную доходность для инвесторов по конкурентоспособным ценам и с обоснованными рисками. Наша финансовая система должна обеспечивать получение семьями (которые, в конечном итоге, и являются поставщиками всех капиталовложений в нашей стране) справедливой доли во всех доходах, которые могут быть получены нашими корпорациями в течение всего срока инвестирования.

Вне зависимости от выбранного нами курса следует помнить, что очень многое поставлено на карту для нашей шаткой системы рыночного капитализма. Лорд Кейнс правильно отметил это, сделав предупреждение, с которого я начал эту главу: *«Если предприятие превращается в пузырьек в водовороте спекуляции... [а] фондовый рынок перенимает манеры казино, работа [капитализма], вероятнее всего, будет выполнена плохо»*. Неважно, что каждый из нас думает о проблемах, поднятых в этой главе. Это именно то, чего мы не можем допустить. Ведь рыночный капитализм — это лучшая из систем, когда-либо созданных для распределения экономических ресурсов, рисков и вознаграждений. В главе 2 я подробно останавливаюсь на том, каким образом случилось так, что надлежащее ее функционирование было в последние годы нарушено.