

Глава 12

Мистика природы и застойность группового мышления

Проявив слабость, я согласился поговорить с человеком, который оказывает очень дорогие услуги по техническому анализу рынка. Я буду называть его Мэн, потому что в штате Мэн он и живет. Один из наших крупных инвесторов умолял меня послушать этого технаря, который основательно погряз в числах Фибоначчи. Этот инвестор прислал мне еженедельные прогнозы Мэна от 14 октября 2002 года и 8 марта 2003 года. Используя числа Фибоначчи, он (о чудо!) действительно оба раза правильно предсказал ценовое «дно».

В принципе, я считаю технический анализ рыночной конъюнктуры инструментом, который лучше всего использовать совместно с фундаментальным анализом. Я всегда обращаю внимание на графики, но использую их так, как обычно используют дорожную карту — для определения местонахождения цены того или иного актива. Я думаю, что уровни поддержки и сопротивления* стоят того, чтобы учитывать их при принятии решения о покупке или продаже, потому что столь многие обращают на них внимание. Многие из тех инвесторов, которые просто слишком ленивы для того, чтобы проводить фундаментальный анализ, действительно верят в то, что, используя технический анализ, можно получить достаточно точный прогноз. Поэтому даже те, кто, подобно мне, думает, что все это полная ерунда,

* Уровни поддержки и сопротивления — ценовые уровни, на которых, согласно теории технического анализа, следует ожидать более плотное сосредоточение заявок на покупку и продажу соответственно. *Прим. перев.*

должны быть по крайней мере осведомлены о технических моделях и считаться с ними как с фактором, затрагивающим поведение игроков и цены.

Числа Фибоначчи — это другое. От построенной на их основе теории не так-то легко отмахнуться. Я не верю в сверхъестественное, но в природе и в жизни действуют силы, далеко превосходящие наше понимание и наш кругозор. Например, фондовый рынок — темное, таинственное животное, которое отражает не только экономические и деловые принципы, но и основные человеческие эмоции, такие как жадность и страх. Другое дело — числа Фибоначчи. Многие рядовые инвесторы ничего о них не знают — а знать, возможно, следовало бы.

Леонардо Пизанский, по прозвищу Фибоначчи, родился в Италии в 1175 году. Всю жизнь он был одержим числами и, должно быть, являлся математическим гением. В 1202 году он выпустил книгу “Liber Abaci” («Книга о счете»), в которой познакомил Европу с арабскими цифрами и описал открытый им ряд мистических числовых моделей, имевших основание в природе построения Вселенной. Он начал со следующей постановки задачи:

Некто поместил пару кроликов в некотором месте, со всех сторон окруженном стенами. Определите, сколько пар кроликов родится здесь в течение одного года, если предполагается, что ежемесячно каждая пара кроликов производит другую пару, а кролики становятся половозрелыми спустя два месяца после своего рождения. Ответ: 1, 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, 144, 233. Сотое число в этой последовательности будет 354 224 848 179 261 915 075.

Продолжая анализировать этот ряд чисел, Фибоначчи обнаружил, что у них много странных и интригующих характеристик. Среди них следующие:

- Сумма двух любых последовательных чисел представляет собой следующее число в последовательности.
- Отношение каждого числа последовательности (после первых четырех) к предыдущему всегда приблизительно равняется 1,618, а ко второму слева от себя — приблизительно 2,618.
- Каждое число последовательности делится на второе число слева от себя с остатком, в точности совпадающим с числом, стоящим на позиции перед числом-делителем.

- Разница между квадратом любого числа последовательности и квадратом числа, стоящего в этом ряду на две позиции левее, всегда представляет собой число Фибоначчи.
- Сумма квадратов любых рядом стоящих чисел последовательности, начиная с 1, всегда будет равняться последнему выбранному числу последовательности, умноженному на стоящее справа от него число.

Наиболее впечатляющим открытием космического уровня было то, что если вы делите число Фибоначчи (после первых четырех) на число, стоящее следующим в этой последовательности, то всегда получаете результат, приблизительно равный 0,618 (и чем дальше в ряду стоит взятая вами пара чисел, тем ближе полученный результат к 0,618). А 0,618 — это волшебное число. Так называемое *золотое сечение* (или золотая пропорция) — отношение 0,618 к 1 — представляет собой решение математического уравнения, описывающего совершенную красоту. Оно является математической основой для расчета размеров здания Парфенона, расположения семечек в соцветии подсолнечника и витков спирали на панцире улитки, для описания греческих ваз, больших спиралей космических галактик и карточных игр. И вообще оно лежит в основе форм во Вселенной, наиболее приятных для восприятия человеческим глазом, — как прямоугольных, так и спиралевидных.

Золотая пропорция, или так называемая логарифмическая спираль, обозначается как число «фи», встречается всюду и очаровывает человечество уже тысячи лет. Древние египтяне представляли собой очень искушенное и образованное сообщество астрономов и математиков, но как мистики они были знакомы и с концепциями бесконечности времени и космоса, а также загробной жизни. Бесмертный памятник их цивилизации — Великая пирамида Хеопса в Гизе, как внутри, так и снаружи спланированная в соответствии с параметрами золотой пропорции. Отношение половины стороны основания пирамиды к высоте ее боковой грани равно 0,618. Высота пирамиды равна квадратному корню из 161,8, умноженному на половину ее основания. Египтяне использовали дюймы в качестве стандартной меры длины, и высота Великой пирамиды составляет 5813 дюймов (5, 8 и 13 — последовательные числа Фибоначчи),

а длина окружности, описывающей эту пирамиду, равняется 36 524,2 дюйма. Как смогли древние египтяне вычислить, что точная продолжительность календарного года составляет 365,242 дня? Все пропорции Великой пирамиды соизмеримы с числом «фи», которое они рассматривали в качестве символа творческой функции, то есть постоянного воспроизводства в бесконечной последовательности. Угол наклона знаменитого Восходящего прохода в пирамиде равен $26^{\circ} 18'$.

Греки тоже знали о числе 0,618 и называли его *золотым средним*. Большая часть созданных ими произведений архитектуры и искусства базировалась на динамической симметрии этой пропорции и вращающихся квадратах, которые, казалось, интенсивно вибрировали. Греки были убеждены, что пропорции золотого среднего были столь приятны глазу потому, что в композициях, основанных на золотом среднем, люди могли наблюдать окружающий мир. Они полагали, что пупок — это золотая середина совершенного тела при соблюдении размеров золотой пропорции в шее, глазах, ногах и руках. Тайна этих чисел была потеряна с падением Греции, пока Фибоначчи не обнаружил ее снова. А в XVII веке Якоб Бернулли перенес *золотой прямоугольник* в *золотую спираль*, которую он уподобил модели природы. Леонардо да Винчи пользовался золотым прямоугольником (1,618 к 1) для придания совершенства замыслам многих своих картин, как это описано в бестселлере «Код да Винчи».

Числа Фибоначчи, золотой прямоугольник и золотая спираль распространены в природе повсеместно. Журнал Science опубликовал несколько научных статей на эту тему, указывая на присутствие чисел Фибоначчи во всем: от лепестков ромашки и спиралей из семян подсолнечника (55 против часовой стрелки и 89 по часовой стрелке) до описания филлотаксиса — взаимного расположения листьев на стеблях растений. Закономерность, заложенная в золотой спирали, проявляется в рогах, когтях, зубах, раковинах и даже в паутине. Бактерии размножаются со скоростью, которая соответствует последовательности Фибоначчи, и примеры тому можно приводить без конца. Часть из них приведены в журнале Science. У человека по пять пальцев на руках и ногах, октава представлена на фортепиано с помощью 13 клавиш — 8 белых и 5 черных. Музыкальный аккорд большой сексты звучит приятнее всего для нас, а нота «ми» вибрирует

в отношении 0,625 к ноте «до». Само ухо представляет собой золотую спираль.

По-настоящему хороших объяснений того, почему последовательность Фибоначчи существует, так и не предложено. Одни объясняют ее тем, что Бог является математиком; другие говорят, что все это чистое совпадение и бред лихорадочных умов. Некоторые ученые заявляют, что последовательность Фибоначчи и золотая спираль распространены настолько широко, что должны являться частью некоей повторяющейся модели роста. Другие рассуждают о том, что это способ природы создавать количество, не жертвуя при этом красотой, — что бы это ни значило.

Как вы и могли бы ожидать, нашлись желающие применить числа Фибоначчи к фондовому рынку. Особенно много усилий в этом направлении приложил Ральф Нельсон Эллиотт в начале 1930-х годов. Он утверждал, что модели исторического развития и упадка человечества носят неслучайный характер и следуют суперциклу из трех шагов вперед и двух назад. Он заявлял также, что эта последовательность с изящной точностью отражена в динамике приливов и отливов фондового рынка. В 1960-х Хэмилтон Болтон, основатель исследовательской компании The Bank Credit Analyst и редактор ее изданий, активно выступал в поддержку теории волн Эллиотта; еще один видный ученик Эллиотта — Боб Пречтер, публикующий свой рыночный листок. Используя анализ теории волн Эллиотта, Пречтер правильно предсказал «бычий» рынок начала 1980-х годов и указал на 1987-й как на поворотный год. Рынки услужливо потерпели крах в 1987-м, и Пречтер стал инвестиционным божеством со множеством последователей. В 1990 году он написал книгу о надвигающихся приливно-отливных волнах, гибели и мраке, и, насколько я знаю, с тех пор он стоит исключительно на «медвежьих» позициях. По общему мнению, его проблема заключалась в том, что он неправильно рассчитал волну суперцикла.

В Японии во время последних стадий того самого большого «бычьего» рынка в компании Morgan Stanley работал рыночный аналитик, целиком полагавшийся на старую стратегию выбора времени торговцами рисом из Осаки, которая, по существу, представляет собой вариацию чисел Фибоначчи. Эта система, подобно многим другим, хорошо работала при описании исторических данных, однако

терпела неудачи в применении к настоящему времени. В результате этот деятель опоздал на одну волну и утонул во время краха японского рынка в 1990 году. Проблема с применением чисел Фибоначчи к фондовому рынку всегда заключалась в определении отправной точки и правильном подсчете волн. Поскольку внутри больших волн существуют более мелкие, многие ученики Фибоначчи в своем отсчете времени пытаются преподнести себя в качестве краткосрочных трейдеров. Лично я настроен к этому скептически. Результаты работы счетчиков волн Фибоначчи—Эллиотта ненадежны, и я думаю, что они своим догматизмом могут доставить вам серьезные неприятности.

Числа Фибоначчи впечатляют, но они слишком загадочны для анализа рынков

Так или иначе, я без особой радости все же встретился с этим помешанным на числах Фибоначчи парнем из Мэна. Он был молод и приятен, а его высказывания были полны энтузиазма и отличались невероятной искренностью. Очевидно, он неистово верил в свою идею. «Бог обязан быть математиком», — сказал он мне, доставая из тубуса для чертежей и раскатывая по всей длине нашего стола для совещаний огромную распечатку графика под заголовком «Длительность суперциклов по годам при измерении их числами Фибоначчи». На графике, испещренном тонкими синими линиями и изобиловавшим аккуратными рукописными примечаниями, была представлена динамика американского фондового рынка начиная с 1789 года. Мой собеседник набрал в легкие побольше воздуха и начал свой рассказ, утверждая, что основанная на числах Фибоначчи четвертая волна гигантского, происходящего раз в тысячелетие суперцикла длилась с 1966 по 1982 год. Затем последовала пятая волна, которая закончилась весной 2000 года, а теперь мы вошли в трехволновую стадию «убийственного» падения, хотя среди последователей этой теории существуют разногласия относительно того, в какой по счету волне мы находимся. Текущая промежуточная «мелкая» волна, в которой мы находимся сейчас, устанавливает индекс S&P 500 на уровне 1052 пункта. Мэн страстно верит в то, что следующая нисходящая «убийственная» волна снизит индекс до отметки 650 пунктов (0,618 от 1050).

Мэн сказал, что не стесняется применять числа Фибоначчи и при составлении краткосрочных прогнозов поведения рынка и что он может вычислять наступление коррекций и ралли на еженедельной основе.

Числа Фибоначчи используют многие технические аналитики, но нередко каждый из них приходит к совершенно разным заключениям. Все зависит от отправной точки расчета. Сама процедура подсчета тоже оставляет значительный простор для оправданий. Если аналитик, работающий с числами Фибоначчи, оказывается неправ, он списывает свою ошибку на неверный подсчет волн. Мол, дело не в том, что теория, которая использует числа Фибоначчи, не действует, просто он, технический аналитик, в следующий раз выполнит более точные расчеты, а значит, вы должны продолжать верить ему.

Я старался быть вежливым: парень был очень искренен и убежден в правильности своей теории. Но в конце концов он почувствовал мой скепсис, и это его задело: опять ему попался старый невежда.

Что я об этом думаю? Я не думаю, что Бог — *математик* или *технический аналитик*. Он непостижим, как непостижим фондовый рынок. Принцип чисел Фибоначчи выглядит впечатляюще и таинственно, но я сомневаюсь, что кто-либо когда-либо сможет эффективно и последовательно применить его к фондовому рынку. В конечном счете вся эта теория суперциклов по Фибоначчи дает слишком долгосрочные прогнозы, чтобы от нее был какой-либо толк нам, ежедневным инвесторам. Этот материал интересен и вполне уместен как тема для приятной беседы за коктейлем, но строить на этой идее свой инвестиционный портфель неразумно. Однако человеческая природа не изменяется, история имеет свойство повторяться, а фондовый рынок неразрывно связан с человеческой природой, и поэтому следует внимательно и объективно следить за развитием событий.

Идея существования длинных циклов в истории экономики человечества восходит к библейским временам. В книге «Левит» Ветхого Завета говорится о 50-летних юбилеях, в ходе празднования которых рабы освобождались, а долги прощались. Эдвард Гиббон в своей знаменитой книге «История упадка и разрушения Римской империи» приводит свидетельства существования 50-летнего цикла войн и инфляции, а 54-летний цикл может быть выявлен из хронологии цен на сельскохозяйственную продукцию, восходящей еще к истории народа майя в Центральной Америке. Даже примитивные экономики,

казалось, укладывались в регулярные циклы, длительность которых более или менее близка к полустолетию. Плодородие земель, число рабов и объем долга увеличивались, а затем наступали очищение и депрессия с целью изменения баланса и восстановления активности — и все это фактически входило в естественный порядок вещей.

Все инвесторы по своей природе находятся в зависимости от памяти. Если они совсем недавно вложили капитал и еще не имеют достаточного опыта борьбы, они особенно уязвимы по отношению к тому, что буквально на днях происходило с ними. Очень важно не попасть при этом в привлекательную ловушку экстраполирования самого недавнего прошлого в будущее. Но если вы все же поддадитесь подобному желанию, то дальнейшее будет походить на управление спортивным автомобилем на горной дороге, в то время как с одной стороны ее находится крутой обрыв, а вы смотрите в зеркало заднего обзора.

Адам Смит понял это

Одна из лучших книг об инвестициях — книга Адама Смита «Игра на деньги», которая была опубликована в 1967 году, и это были другие времена, когда акции росли по окончании «медвежьего» рынка, тяжело ранившего немалое число инвесторов. Один из главных героев этой книги — Великий Уинфилд, управляющий высокоэффективным взаимным фондом. Он — воплощение «стрелка» той эры, измученного, циничного, но пронизательного.

Это время конца 1960-х, и цены акций компаний, характеризующихся уникальной продукцией или событиями, вроде конгломератов и компаний, предоставляющих компьютеры в лизинг, идут в гору. Но Великий Уинфилд не может заставить себя покупать необеспеченные бумаги, и его доходность отстает от рынка. Дело в том, что Великий Уинфилд был ужасно, на самом деле почти смертельно ранен и разбит во время «медвежьего» рынка технологических акций начала 1960-х, когда цены акций с уникальной историей существенно упали. Он слишком хорошо помнит тот ужасный день, «когда оркестр перестал играть» и его инвестиционный портфель пошел ко дну. Память о прошлом, ожидание этого абсолютно неизбежного момента сковывают его. В итоге прошлое не позволяет ему покупать технологические акции, хотя Уинфилд и считает их перспективными.

И тогда Великий Уинфилд находит решение, состоящее в том, чтобы нанять трех 29-летних парней «на время». «Ребята, — говорит он, — сейчас мы наблюдаем детский рынок». Парни не отягощены никаким накопленным инвестиционным багажом, и они покупают «мусорные» бумаги и верят в них, как если бы они были новыми

и пришли раз и навсегда. «Сила моих парней в том, что они слишком молоды, их не тянут на дно воспоминания о бывших поражениях, и они, зарабатывая столько денег, чувствуют себя непобедимыми», — говорит Великий Уинфилд.

Он называет своих ребят Мальчик Билли, Мальчик Джонни и Мальчик Шелдон, и, когда Адам Смит посещает офис Великого Уинфилда, они с энтузиазмом рассказывают ему о компаниях, предоставляющих компьютеры в лизинг, нефтяных компаниях и конгломератах, акциями которых они владеют. Они называют Великого Уинфилда «сэр», вытаскиваются по стойке «смирно», когда он к ним обращается, и относятся к нему с большим почтением. «Ну разве они не симпатичны? — с гордостью спрашивает Великий Уинфилд. — Разве они не пушисты? Посмотрите на них, они похожи на плюшевых мишек. Это их рынок!» Он просит их рассказать о концепции инвестиций в компьютерно-лизинговые компании.

«Я покупаю акции компьютерно-лизинговых компаний, сэр, — докладывает Мальчик Шелдон, подобно первокурснику военной академии в Уэст-Пойнте, — потом, используя их в качестве залога, получаю в банке кредит и еще покупаю такие же бумаги. Потребность в компьютерах фактически бесконечна, сэр».

Великий Уинфилд сияет от гордости: «Вы слышали? Слышали? Времена меняются: жизнь начинается заново. Это изумительно! Я отношусь к ним как к собственным детям! Мои мальчики! Мои дети!» Затем он обзывает Адама Смита «старомодным чудаком» и, указывая на него, говорит своим «мальчикам»: «Вы только посмотрите на недоверчивую физиономию этого старикана!»

Сегодня мы наблюдаем противоположную ситуацию. «Ребята», «золотые мальчики» конца 1990-х годов, были истинными сторонниками рынка технологических акций, и они были настолько подавлены, когда «пузырь» взорвался, что теперь не могут заставить себя вновь покупать бумаги этого сектора. Они парализованы, выхолощены, травмированы тем, что случилось. Но в следующие несколько лет сектор высоких технологий вновь начнет приносить высокий доход из-за неминуемого роста заказов, так что прибыль этих компаний будет намного лучше ожидаемой. Поэтому, возможно, нынешним Великим Уинфилдам стоит подумать о том, чтобы вместо ребят принять на работу старика вроде меня.

Опасности группового мышления

Недавно по просьбе одного своего друга я посетил встречу инвестиционного комитета крупного фонда. Такие встречи почти всегда представляют собой печальное зрелище, потому что присутствующие на них с наилучшими намерениями приходят к неверным суждениям по поводу отношения собственного капитала к общей сумме активов, роли альтернативных классов активов, уровня расходов, а также найма и увольнения менеджеров. Группы весьма разумных, искренних людей принимают плохие решения, которые просто отражают преобладающее среди них в настоящий момент согласие с тем, что работало сравнительно недавно, несмотря на веские свидетельства в пользу средств, к которым можно обратиться.

Наиболее важные инвестиционные решения в большинстве крупных учреждений и для большинства крупных портфелей принимаются коллегиально, но немногие осознают отрицательную динамику общения в группах. Я думаю, что в большинстве случаев у группы разумных людей существует столько взаимных обязательств, что одиночка имеет намного больше шансов для принятия хороших решений. Коллективный интеллект группы, безусловно, меньше суммы составляющих его частей, поэтому чем больше людей в комитете, тем меньше шансов на то, что он проявит мудрость и четкость при принятии решений. Хотя это и звучит как брошенное вскользь замечание, однако был смысл в словах Ницше о том, что безумие редко встречается у отдельных личностей, но, как правило, присуще толпе.

Групповое мышление (или, может быть, правильнее было бы называть его *групповым застоем*) — это болезнь, поражающая каждый комитет, хотя большинство из группы даже не осознают этого и, в сущности, невольно находят в ней удовольствие. Чем больше согласия в группе, тем больше ее члены уважают друг друга и хорошо относятся друг к другу. Чем больше комитет и чем важнее становится место в группе, тем вероятнее, что он будет принимать плохие решения. Несколько лет назад Ирвинг Дженис, психолог-исследователь из Йельского университета, написал небольшую замечательную книгу под названием «Групповое мышление», в которой убедительно освещаются все его опасности. В книге содержится множество интереснейших

практических примеров этого явления, но она никогда не продавалась и сейчас не печатается.

Дженис описывает групповое мышление как «образ мышления, в который люди втягиваются, когда они глубоко вовлечены в сплоченную, консолидированную группу, когда стремление ее членов к единодушию пересиливает их заинтересованность в реалистичной оценке альтернатив... заметное искажение процессов обработки информации и тестирования реальности, а также снижение умственной эффективности, являющиеся результатом давления со стороны консолидированной группы». Он не говорит о политически ориентированной группе, в которой отсутствует сплоченность, или о группе, которой манипулирует лидер/диктатор. Групповое мышление возникает, даже если лидер не старается услышать только то, что хочет услышать, и искренне просит других высказывать свои мнения. Это случается даже тогда, когда члены группы разумны, заинтересованы и не являются подхалимами, опасаящимися открыто высказывать свое мнение.

Инвестиционные команды и комитеты, когда в них отсутствует согласие по поводу надлежащего образа действий, могут стать парализованными взаимным уважением и вежливостью. Чаще всего это происходит, когда в группах царит согласие и в них нет подавляющего лидера. Они обсуждают альтернативы, а потом ничего не делают. Я входил в небольшие инвестиционные команды, где это происходит. Разногласия, страстные споры и даже гнев полезны.

Чем чаще члены группы встречаются и общаются между собой, чем важнее становится место в группе, тем вероятнее, что она явит собой яркий пример группового мышления. Отдельные ее члены не хотят подвергаться риску остракизма или исключения из группы, выражая инакомыслие, потому что оставаться членом группы — очень важно для них. Еще один момент заключается в том, что чем больше зрителей присутствует на собрании группы, тем менее свободными могут стать обсуждение и принятие решений. Дженис приводит классические примеры, как «самые лучшие и самые яркие» советники президентов Кеннеди и Джонсона начинали колебаться и в итоге принимали участие в принятии катастрофически плохих решений по поводу Кубы и Вьетнама.

В своем классическом труде «Стадные инстинкты на войне и в мире» британский нейрохирург и социальный психолог Уилфред Троттер

утверждает, что и мужчины, и женщины — «стадные животные», склонные к сообществам. Первостепенные качества стада — однородность и согласованность. Общество с детства учит нас тому, что имеет смысл быть частью группы и не слишком отличаться от других. Троттер указывает на существование «пугающей подавляющей силы, которую общество всегда применяло в отношении новых идей и взглядов, и на то, что темница, эшафот и крест постоянно были наградой инакомыслящим». Если вы становитесь членом инвестиционного комитета, то, к сожалению, обнаруживается, что почти всегда лучше ошибиться вместе с группой, чем выразить противоположное мнение, даже если вы в нем уверены, поскольку, если вдруг случайно окажется, что ваше диссидентское мнение ошибочно, с вами как с действующим членом комитета будет покончено. Если же выяснится, что вы, в отличие от коллектива, были правы, многим будет удобнее забыть об этом и мало кто вспомнит, что именно вы говорили и говорили ли вообще.

Хотя и существует ряд ответных мер против *группового мышления*, единственным действенным средством защиты от этого интеллектуального рака является осознание его опасности. Не вдаваясь глубоко в подробности, перечислю некоторые проявления этой болезни, представленные в книге Джениса (примеры и комментарии в скобках являются моими).

- *Групповая рационализация общих иллюзий, в которые все верят.* («Это просто еще одна коррекция на сильном “бычьем” рынке».)
- *Грубое, стереотипно-отрицательное отношение к иным взглядам.* («“Медведи” — кучка неудачников и идиотов. Фундаментальный анализ — для непрактичных ученых».)
- *Разделяемая всеми вера в присущую группе мораль.* (Относится прежде всего к правительственной и корпоративной политике принятия решений.)
- *Иллюзии неуязвимости при рискованном образе действий.* («Мы продержались в подобной ситуации раньше, когда все выглядело плохо, и это сработало. Кто не рискует, тот не пьет шампанское». Войсковые подразделения и спортивные команды могут извлечь выгоду из общих иллюзий о своей силе и удаче — но не комитеты по разработке политического курса.)

- *Иллюзии единодушия и подавление личных сомнений.* («Все остальные в комитете думают, что происходящее сейчас на рынке — всего лишь коррекция, поэтому я, должно быть, ошибаюсь в отношении своих худших подозрений, и, кроме того, если я их выскажу, все решат, что у меня кишка тонка».)
- *Утонченное давление группы на инакомыслящих.* («Раньше я думал, что Джо — хороший, сильный инвестор, но теперь, похоже, он теряет свою хватку».)
- *Наличие самоназначенных «жандармов умов», оберегающих группу от идей, которые могли бы поколебать общую уверенность.* («Нечего выслушивать этого сумасшедшего технаря с “медвежьими” взглядами».)
- *Послушание, созданное харизматическим, прежде успешным лидером.* (Решение о высадке десанта в заливе Свиней является классическим примером: вся группа верила, что Джон Кеннеди — прирожденный победитель, а он руководил ее совещаниями, чтобы поддержать эту точку зрения.)
- *Не относящиеся к делу разговоры во время совещаний группы.* (Это признак дезорганизованного процесса принятия решений, что характеризуется общим, нерегламентированным обсуждением проблем.)
- *Отсутствие стандартного анализа рисков, подразумевающего использование систематизированных процедур.* (Группа должна иметь на вооружении методы моделирования ситуаций и формализации оценки рисков и обращать серьезное внимание на результаты, полученные с их помощью.)

Дженис заявляет, что лидер группы должен создавать на совещаниях атмосферу, способствующую «интеллектуальным подозрениям в условиях личного доверия». Это легче сказать, чем сделать. Члены группы должны быть уверены в благожелательном отношении к ним со стороны остальных членов группы и не должны опасаться того, что их положение и материальные интересы будут подвергнуты опасности из-за их критических высказываний. Лидер, говорит Дженис, должен быть беспристрастен, поощрять дебаты и удерживать похвалы критике со стороны тех, кто не согласен с его идеями. Иногда лидер должен позволять

группе встречаться отдельно, чтобы происходил свободный обмен мнениями. На каждом совещании не менее чем одному члену группы должно быть поручено взять на себя роль «адвоката дьявола», бросающего вызов общему согласию. После принятия предварительного решения должно быть назначено еще одно совещание, на котором члены группы, как ожидается, выскажут все оставшиеся у них сомнения, а группа получит дополнительный шанс еще раз обдумать свое решение.

Совещания, проходящие в счастливой гармонии, могут стать предупредительными сигналами о наличии группового мышления и самоуспокоенности, тогда как оживление, страстные споры и даже некоторый стресс — хорошие признаки полноценного обсуждения возникших проблем. Совещания некоторых из наиболее успешных фирм, занимающихся управлением инвестициями, сопровождаются оживленной полемикой, однако члены комитетов уверены в своем статусе инвесторов и не опасаются ухудшения личных отношений друг с другом. Дженис говорит, что членам группы следует периодически обсуждать то, как происходят сами совещания, с партнерами вне группы, которым они доверяют, и прислушиваться к их мнению, но такое средство защиты от группового мышления кажется мне несколько надуманным и непрактичным.

Я думаю, что в крупной компании по управлению капиталовложениями для принятия хороших стратегических решений нужны регулярные, но неофициальные встречи лидера с небольшой группой доверенных советников (трех-пяти человек достаточно). Эта небольшая группа рассматривает проблемы, и лидер может провести опрос ее членов, однако в итоге только он принимает окончательное решение и несет за него ответственность. Конечно, большая группа, где голосуют демократическим способом, выглядит привлекательно, поскольку в процессе выработки решений участвуют все, но в инвестиционном бизнесе демократии не работают. Более того, они неизменно терпят неудачу. Принятие решения и ответственность за него должны быть возложены на одного человека.

Дженис предлагает более бюрократический подход, и если вам предстоит трудиться в крупной организации, управляющей инвестициями, его слова, должно быть, имеют смысл. Он утверждает, что в основную группу, принимающую решения, должны входить люди с различным стажем работы, с различным социальным

происхождением и различными убеждениями. Если возможно, в группе должны быть включены несколько заядлых спорщиков и людей, любящих противоречить; кроме того, в ее составе должны присутствовать даже до некоторой степени надоедливые члены, которые тем не менее пользуются уважением и уверены в прочности своего положения. Каждый член группы должен быть кровно заинтересован в том, чтобы принятые решения имели благоприятные последствия. Ни клиенты, ни внутренние наблюдатели не должны присутствовать на совещаниях, как бы им того ни хотелось. Мы все трое в Traxis определенно приходим из различных социальных слоев, но, хотя мы иногда можем спорить до хрипоты, в нашей группе нет надоедливых участников (насколько я знаю). Вне всякого сомнения, каждый из нас кровно заинтересован в благоприятном исходе принятых решений. На каждом из нас лежат определенные должностные обязанности, за выполнение которых требуется отвечать перед остальными двумя партнерами.

В таких организациях, как фонды (в том числе и фонды пожертвований), которые должны работать под управлением инвестиционных комитетов, необходимо усиленно стремиться к тому, чтобы заполучить себе сильного, опытного председателя. Кроме того, им следует поддерживать малочисленность инвестиционного комитета и принимать меры к тому, чтобы его членами были только опытные, увлеченные люди. Совещания должны иметь регламент, так чтобы все решения могли быть приняты без бесконечных монологов. Во многих фондах ситуация почти во всем обратная. У них слабый председатель, совещания проходят хаотично, их посещаемость членами раздутых комитетов плохая, за принятие решений голосуют, опираясь на слухи. Эти недостатки не приводили к серьезным последствиям до тех пор, пока на рынке наблюдался сильный рост, но в последующие годы, когда оценки дальнейшего движения рынка и акций, и облигаций неоднозначны, эффективность принятия решений может иметь намного большее значение. Помните: ни в одном городе мира не поставлено памятников комитетам.

Единоличное мышление не менее опасно

Единоличное мышление, характеризующееся тем, что мнение одного очень сильного и очень успешного человека доминирует над

остальными, может оказаться столь же опасным при принятии инвестиционного решения, как и групповое мышление. Единоличное мышление легко приводит к авторитаризму и тирании. Компания особенно уязвима перед единоличным мышлением, когда все ключевые должности в ней занимает один и тот же человек — то есть преобладающий инвестор еще и исполнительный директор, и хозяин. Но даже комитеты могут подпасть под власть сильного человека, если другие не берутся бросить ему вызов. Люди, которые создали из хеджевых фондов крупные империи, всегда были властными, сильными, жестокими, уверенными в себе личностями. Джулиан Робертсон, Джордж Сорос и Луис Бейкон не стали бы сверхбогатыми людьми, если бы испытывали недостаток уверенности в себе, ленились или ошибались. Как однажды скромно сказал профсоюзный лидер Джимми Хоффа: «У меня могут быть недостатки, но не ошибки».

Будучи деловыми организациями, компании по управлению инвестициями и хеджевые фонды особенно уязвимы перед единоличным мышлением, поскольку череда плохих результатов быстро отражается на активах и доходах компании и может вынести на поверхность все осколки межличностных отношений. Пока инвестиционный пророк сохраняет свою способность ходить по воде, все прекрасно, но если он утрачивает былую хватку, недостатки его работы окажутся столь ощутимыми, что он может очень быстро утратить свой ореол. Недавно один мой знакомый молодой аналитик рассказал о том, что произошло в Circuits — крупном технологическом хеджевом фонде, который был создан и управлялся Сидом. Сид — очень яркий, своевольный, самоуверенный и трудолюбивый человек. В 1990-х в зените славы он показывал замечательную доходность, а в 2001 году проявил чудеса инвестиционной реакции и начал «шортить» технологические акции, избежав тем самым страшной «резни». Однако он так и остался «медведем», утверждая, что бумаги сектора высоких технологий все еще слишком дороги и что нет никаких циклов новых продуктов. В результате по уровню доходности Circuits опустился в нижние 25% фондов, а его активы сократились наполовину.

Этот молодой аналитик (ныне уволившийся из Circuits) рассказал, что Сид подавлял всякое инакомыслие на еженедельных совещаниях управляющих портфелями. Он сказал мне: «При работе в Circuits у вас есть четыре варианта. Вы соглашаетесь с Сидом — хорошо;

вы соглашаетесь с Сидом и делаете деньги — замечательно; вы не соглашаетесь с Сидом и делаете деньги — уже, может быть, не так хорошо; вы не соглашаетесь и теряете деньги — вы уволены». Очевидно, на совещаниях в 2003 году никто, в сущности, не бросил вызов пессимизму Сида в отношении его анализа фундаментальных факторов и не выступил против его «медвежьего» видения рыночной конъюнктуры. Это была его компания, он был настолько сильной личностью, управляющие портфелями так трепетали перед ним, а показатели его работы были настолько внушительными, что всякое инакомыслие было подавлено. Фактически участники совещаний склонялись к тому, чтобы вторить взглядам Сида, какими бы «медвежьими» они ни были. Если кто-то выпадал из общего хора, он объявлялся еретиком и рисковал быть преданным анафеме.

Так что совещания в Circuits были примером не группового, а единоличного мышления, которое, по моему мнению, всегда является хрупким и опасным, как и диктатуры. Пока диктатор благожелателен и прав, его правление эффективно и дает прекрасные результаты. Некоторые рассуждают примерно так: даже если подобная система управления не идеальна, кто, по-вашему, должен принимать решения? Человек, который заработал состояние за эти годы, или группа не проверенных в деле молодых людей? Однако в действительности для меня это выглядит так, как если бы Сида можно было винить за то, что он не стремится быть восприимчивым к новому и создает атмосферу, в которой его сотрудники боятся не согласиться с ним. Это совершенно непродуктивно и быстро разрушает инвестиционную команду. Это очень плохой признак, когда на совещаниях, посвященных решению важных вопросов, лидер группы все время говорит и читает присутствующим лекции о своих взглядах, в то время как все остальные сидят и молчат. Лучшие управляющие с оригинальным мышлением уволятся из такой компании, оставив в ней одних подхалимов. Сиду явно следует поменьше подавлять окружающих, поменьше говорить самому — и побольше слушать других.

Нет такой сущности, как коллективный мозг

Тема группового застоя и ошибок, присущих, как правило, общим собраниям умных людей, была затронута в опубликованной в конце

2003 года в журнале *The Economist* статье, посвященной спонсируемому журналом обеду, который происходит во время ежегодного симпозиума Федеральной резервной системы на горном курорте Джексон-Хоул (штат Вайоминг). Этот симпозиум — наиболее престижное в мире собрание экономистов, высоко ценимое приглашение на которое получают только сливки экономического общества. Алан Гринспен и председатели ведущих центральных банков мира выступают на нем с мудренными речами и дружески общаются друг с другом.

В статье с иронией рассказывается о том, что каждый год редакция *The Economist* организует обед, на который приглашается элита участников симпозиума, именуемая иначе бандой из Джексон-Хоула. Во время обеда проводится опрос. (Результаты этих опросов подтверждают мое убеждение, что на общем собрании умных людей происходит закрепление рефлекса стадности мышления, что приводит к неправильным заключениям. Поэтому их можно считать мощными указателями противоположного направления.) На пике биржевого бума банду из Джексон-Хоула спросили: «Это фондовый “пузырь”?» Они уверенно ответили: «Нет». В августе 2000 года они исключили возможность рецессии в Соединенных Штатах, а в 2002-м дали прогноз, что краткосрочные процентные ставки не упадут до 1%. В августе 2003 года, когда евро стоил 1,1 долл., их спросили: «Упадет ли доллар до уровня 1,25 доллара против евро в течение следующего года?» И вновь экономическая элита ответила громовым «нет» при всего лишь одном инакомыслящем. Четыре месяца спустя доллар упал до 1,26 долл. за евро, а затем, в 2004 году, — до 1,37 долл. Дело в том, что согласованное мнение наилучших и наиболее ярких личностей обычно является неправильным.

Что касается меня, я думаю, что все это веские доводы в пользу единоличного управления деньгами, причем именно на вас целиком и полностью лежит ответственность за определенный ломоть капитала. Отрицательной стороной такого подхода является то, что одиночество усиливает и без того тяжелое эмоциональное напряжение, связанное с управлением инвестициями, но в конце концов принятие решений — это индивидуальное действие. В некоторых случаях при правильных взаимоотношениях две личности могут функционировать как одна. Складывая один и один, иногда можно получить три.

Однако, по моему опыту, группа, состоящая более чем из двух человек, становится громоздкой и может в результате зайти в тупик. В своем романе «Источник» Айн Рэнд писала:

...мышление — свойство индивидуума. Нет такой сущности, как коллективный мозг, нет такой сущности, как коллективная мысль. Согласие, достигнутое группой людей, — это лишь компромисс, усреднение множества частных мыслей. Оно вторично. Первичный акт, мыслительный процесс совершается каждым человеком в одиночку... Нельзя дать или получить способность к творчеству, одолжить ее или поделиться ею. Она принадлежит каждому в отдельности*.

Некоторые хеджевые фонды с тремя или более руководителями делят свой капитал на отдельные портфели и затем сводят результаты управления в единый отчет. Такая система может работать очень хорошо, пока руководители полностью доверяют друг другу. Руководителям, принимающим решения, следует встречаться ежедневно, чтобы обсудить свои позиции и поделиться мыслями. Подобный образ действий может быть очень синергическим, пока атмосфера не становится конкурентной или антагонистичной по отношению к результатам друг друга. Каждый сотрудник должен ориентироваться на общий для всей компании, а не на индивидуальный результат. Аналитики компании не должны даже знать о различиях в результатах отдельных сегментов инвестиционного портфеля.

Среди партнеров должно быть понимание того, что если результаты работы партнера А долгое время находятся ниже среднего уровня, а партнер С управляет своей долей портфеля лучше всех, то капитал партнера С будет сокращен, а партнера А — увеличен. Такова старая и беспристрастная теория возвращения к средним показателям. Конечно, под этим молчаливо понимается, что если отставание партнера А продлится слишком долго, то должна быть выполнена мучительная переоценка его роли в компании. Я не думаю, что эта система будет работать, если доли партнеров в компании будут пересматриваться и перераспределяться ежегодно в зависимости от показателей работы каждого из них. Компании, которые пошли этим путем, утверждают, что так понятнее и правильнее. Но все же обычно это приводит к раскалыванию партнерства.

* Цит. по: Рэнд А. Источник / Айн Рэнд ; пер. с англ. Костыгина Д. В. — СПб: Невская перспектива, 2006. *Прим. перев.*

Наконец, я полагаю, что сплоченная группа всегда сильнее и прочнее, нежели отдельная личность, вне зависимости от ее индивидуального блеска. Никто не может быть правым всегда. Конечно, многое зависит от того, кем являются люди, с которыми вы работаете, и каков уровень их обязательств. Инвестиционный комитет, который встречается шесть раз в году, невозможно организовать так, чтобы он функционировал тем же образом, что и хеджевый фонд. Однако в целом инвестиционные организации работают лучше всего, когда они относительно невелики и когда руководители нравятся и доверяют друг другу. В противном случае даже наилучшим образом организованная компания никогда не сможет реализовать свой потенциал. Принятие решений — наиболее важная часть инвестиционного процесса. Групповое и единоличное мышление — те моменты, которые должны рассматриваться при организации группы для эффективного принятия решений. Это нелегко.