

1

Refleksiivsus aktsiaturul

Püüdes töötada välja refleksiivsuse teooriat, võtan kõigepealt ette aktsiaturu. Esiteks on see turg mulle kõige tuttavam – olen kutselise investorina tegutsenud enam kui kakskümmend viis aastat.

Teiseks on aktsiaturg teooriate testimiseks suurepärase labor: muutusi väljendatakse kvantitatiivselt ja andmed on hõlpsasti ligipääsetavad. Isegi osalejate seisukohad on tavaliselt maaklerite aruannete kujul kättesaadavad. Ja mis kõige olulisem, olen oma teooriat päriselt aktsiaturul testinud ja mul on esitlemiseks nii mõnigi huvitav juhtumiuuring.

Nagu sissejuhatuses öeldud, ei töötanud ma oma refleksiivsuse ideid välja seoses aktsiaturul tegutsemisega. Refleksiivsuse teooria oli algselt abstraktne filosoofiline mõtisklus ja vaid järk-järgult avastasin, kui asjakohane on see aktsiahindade käitumise seisukohast. Oma teooria sõnastamine sellisel abstraktsuse tasemel, nagu olin ta välja mõelnud, õnnestus mul iseäranis kehvasti – läbikukkumine filosoofina on tugevas vastuolus investeerimises tehtud karjääriga. Loodan, et kui esitlen oma ideid nendeni jõudmisele vastupidises

järjekorras, suudan ehk vältida müstilistesse abstraktsioonidesse äraeksimist.

Tegelikult on veel üks põhjus, miks aktsiaturg võib olla refleksiivsuse kui nähtuse uurimiseks parim lähtekoht. Aktsiaturg täidab kõigist turgudest kõige paremini täiusliku konkurentsi kriteeriume: keskne kauplemiskoht, homogeensed tooted, madalad tehingu- ja transpordikulud, välkside, piisavalt palju osalejaid tagamaks, et ükski üksikisik ei saa tavaolukorras turul hindu mõjutada ning selles kehtivad erieeskirjad sisingitehingutele ja eritagised, et kõigil osalejatel oleks juurdepääs asjakohasele teabele. Mida oskaks veel ihata? Kui on olemas mõni koht, kus täiusliku konkurentsi teooria peaks olema praktikasse jõudnud, on see just nimelt aktsiaturg.

Siiski on vähe empiirilisi tõendeid tasakaalu või isegi selle kohta, et hindadel oleks kalduvus tasakaalu suunas liikuda. Tasakaalu mõiste tundub primal juhul ebaoluline ja halvimal eksitav. Tõendid näitavad püsivaid kõikumisi olenemata sellest, milline ajavahemik vaatlusperioodiks valida. Alustingimused, mis peaks aktsiahindades kajastuma, on küll pidevas muutumises, aga siiski on väga raske leida kindlat suhet aktsiahindade ja alustingimuste muutuste vahel. Olenemata seosest tuleb see pigem omistada kui vaadeldes leida. Kavatsen kasutada refleksiivsuse teooriat selleks, et kritiseerida majandusteooria liigset keskendumist tasakaalupositsioonile. Kas oleks võimalik leida selleks aktsiaturust paremat näidet?

Aktsiahindade käitumise kohta olemas olevad teooriad on usumatult ebaadekvaatsed. Neist on praktikutele nii vähe kasu, et ma ei ole nendega isegi mitte täielikult kursis. See, et ma sain ilma nendeta hakkama, räägib iseenda eest.

Üldiselt jagunevad teooriad kaheks: fundamentalistlikud ja tehnilised. Viimasel ajal on läinud moodi juhusliku ekslemise teooria, mille kohaselt turg ei võta tulevikuaenguid arvesse, nii et iga üksikosaleja võimalused turust tervikuna paremat või kehvemat tootlust saada on võrdsed. Selline argumentatsioon on olnud teoreetiliseks põhjenduseks üha enamate institutsioonide jaoks, mis investeerivad oma raha

indeksfondidesse. Teooria ise on ilmselgelt väär – olen selle kummutanud, saavutades 12 aasta jooksul pidevalt keskmisest paremaid tulemusi. Institutsioonide jaoks võib olla väga soovitatav investeerida indeksfondidesse, mitte teha konkreetseid investeerimisotsuseid, kuid selle põhjus on nende allapoole keskmist sooritus, mitte see, et keskmisest paremaid tulemusi oleks võimatu saavutada.

Tehniline analüüs uurib turumustreid ning aktsiate nõudlust ja pakkumist. Sellel on kahtlemata eelised tõenäosuste, kuid mitte sündmuste tegeliku käigu ennustamisel. Käesoleva arutelu seisukohast pole see eriti oluline, sest sellel on vähe teoreetilist alust peale väidete, et aktsiahinna määrab kindlaks aktsiate nõudlus ja pakkumine ning minevikukogemused on tuleviku ennustamiseks asjakohased.

Fundamentaalanalüüs on huvitavam, sest tegemist on lähenemisega, mis kasvas välja tasakaaluteooriast. Aktsiatel on väidetavalt tegelik või fundamentaalne väärtus, mis erineb nende praegusest turuhinnast. Aktsia fundamentaalset väärtust võib määratleda kas alusvara teenimisvõime või teiste aktsiate fundamentaalse väärtuse põhjal. Mõlemal juhul peaks aktsia turuhind kalduma aja jooksul tema fundamentaalse väärtuse suunas, nii et fundamentaalsete väärtuste analüüs on investeerimisotsuste tegemisel kasulik suunis.

Selle lähenemisviisi juures on oluline, et selle puhul eeldatakse, et aktsiahindade ja kaubeldavate ettevõtete vaheline seos on ühesuunaline. Ettevõtete saatus määrab ära – vahet pole kui hilineenult –, millised on erinevate aktsiate suhtelised väärtused, millega aktsiaturul kaubeldakse. Võimalusega, et arengud aktsiaturgudel võiks ettevõtete käekäiku mõjutada, ei arvestata. Siin võib tuua selge paralleeli hinnateooriaga, mille puhul ükskõiksusköver määrab ära suhtelise tarbitud koguse, ning eiratakse võimalust, et turg võiks ükskõiksusköverat mõjutada. See paralleel ei ole juhuslik: fundamentalistlik lähenemisviis põhineb hinnateoorial. Kuid väljajätt on aktsiaturul silmatorkavam kui muudel turgudel. Aktsiaturu hinnangud avaldavad alusvara väärtusele otsest mõju: aktsiate ja

võlakirjade emiteerimise ja tagasiostmise ning igasuguste ettevõtete äritehingute – ühinemine, ülevõtmine, börsile minemine, börsilt lahkumine jne – kaudu. Aktsiahinnad saavad ettevõtte seisundit ka peenekoelisemalt mõjutada: krediidireiting, tarbijate omaksvõtt, juhtkonna usaldusväärsus jms. Muidugi tunnustatakse nende tegurite mõju aktsiahindadele täielikult. Aktsiahindade mõju nendele teguritele on see, mida fundamentalistlik lähenemisviis nii kummalisel kombel eirab.

Kui valitsevate aktsiahindade ja fundamentaalsete väärtuste vahel esineb silmatorkavaid erinevusi, omistatakse need asjaomaste ettevõtete tulevastele arengutele, mis ei ole veel teada, aga mida aktsiaturg õigesti ette aimab. Arvatakse, et aktsiahindade liikumine toimub enne neid hiljem õigustavaid arenguid. Pidevalt arutletakse selle üle, kuidas tulevase arenguid tuleks mitte arvesse võtta, aga eeldatakse, et turg teeb oma tööd õigesti, isegi kui korrektset meetodit ei ole võimalik teoreetiliselt sõnastada.

See seisukoht tuleneb loomulikult täiusliku konkurentsi teooriast. Selle võtab kokku väide „turul on alati õigus“. Üldiselt ollakse selle väitega nõus ja seda on isegi inimesed, kes ei usu eriti fundamentaalanalüüsi.

Minu seisukoht on täiesti vastupidine. Ma ei ole nõus väitega, et aktsiahinnad on alusvara väärtuse passiivne peegeldus, ega ka mitte sellega, et peegeldus kipub alusvara väärtusele vastama. Väidan, et turuväärtuse hinnangud on alati moonutatud ja lisaks võivad – ja see on oluline erinevus tasakaaluteooriast – moonutused alusvara väärtust mõjutada. Aktsiahinnad pole mitte lihtsalt passiivne peegeldus, vaid need on toimeained protsessis, mille raames määratakse kindlaks nii aktsiahinnad kui ka kaubeldavate ettevõtete saatus. Teisisõnu pean mina aktsiahindade muutumist ajaloolise protsessi osaks ning keskendun selle protsessi põhjusliku tegurina hoopis erinevustele osalejate ootuste ja sündmuste tegeliku käigu vahel.

Võtan protsessi selgitamisel lähtepunktiks erinevuse. Ma ei välista võimalust, et sündmused võivad tegelikult inimeste ootustele

vastata, aga käsitlen seda äärejuhtumina. Kui tõlgendada see väide turutingimustesse, väidan, et turuosalised on alati ühel või teisel moel kallutatud. Ma ei eita, et turgudel on ennustamise või etteaimamise võime, mis tundub mõnikord kummastav, kuid väidan, et seda on võimalik selgitada mõjuga, mida osalejate kallutus sündmuste käigule avaldab. Näiteks arvatakse üldiselt, et aktsiaturg aimab ette majanduslangusi. Tegelikult oleks õigem öelda, et see võib aidata neid kiirendada. Seega asendan väite, et turgudel on alati õigus, kahe teistsuguse väitega:

1. Turud on alati ühele või teisele poole kallutatud.
2. Turud võivad mõjutada sündmusi, mida nad ette aimavad.

Nende kahe väite kombinatsioon selgitab, miks nii tihti võib jääda mulje, et turud aimavad sündmusi õigesti ette.

Kui kasutada lähtepunktina osalejate kallutatust, võib proovida ehitada mudelit selle kohta, kuidas suhestuvad omavahel osalejate seisukohad ja olukord, milles nad osalevad. Analüüsi muudab nii-võrd keeruliseks see, et osalejate seisukohad on osa sellest olukorrast, millega nad suhestuvad. Selleks, et nõnda keerulisest olukorrast aru saada, tuleb seda lihtsustada. Kui rääkisin osalejate kallutatusest, tõi sisse lihtsustuse. Tahan nüüd selle arutluskäigu veel sammukese edasi viia ja tuua sisse valitseva eelarvamuse mõiste.

Turgudel on palju osalejaid, kelle vaated erinevad paratamatult üksteisest. Eeldan, et paljud isiklikud eelarvamused kompenseerivad üksteist nii, et alles jääb vaid nähtus, mida nimetan valitsevaks eelarvamuseks. See eeldus ei ole asjakohane kõigi ajalooliste protsesside puhul, aga see kehtib aktsiaturu ja ka muude turgude puhul. Individuaalsete nägemuste liitmise protsess on põhjendatud, sest need võivad olla seotud mõne ühise nimetajaga, nimelt aktsiahindadega. Muude ajalooliste protsesside puhul on osalejate seisukohad liitmiseks liiga hajali ning valitseva eelarvamuse mõiste pole muud kui metafoor. Sellistel juhtudel võib olla vaja teistsugust mudelit, aga

aktsiaturgudel leiab osalejate kallutatuse väljundi ostmises ja müümisel. Kui kõik muu on sama, viib positiivne eelarvamus aktsiahindade tõusmiseni ja negatiivne hindade langemiseni. Seega on valitsev eelarvamus vaadeldav nähtus.

Muud asjad pole muidugi mitte kunagi võrdsed. Nende muude asjade kohta tuleb oma mudeli ehitamiseks veidi rohkem teada. Siinkohal toon sisse teise lihtsustuse. Postuleerin nn alustrendi, mis mõjutab aktsiahindade liikumist olenemata sellest, kas investorid tunnevad selle ära või mitte. Mõju aktsiahindadele varieerub loomulikult sõltuvalt sellest, millised on osalejate seisukohad. Aktsiahindade trendi on võimalik sellisel juhul kujutada ette alustrendi ja valitseva eelarvamuse ühendina.

Kuidas need kaks tegurit suhestuvad? Meenutagem, et mängus on kaks seost: osalemise funktsioon ja kognitiivne funktsioon. Alustrend mõjutab kognitiivse funktsiooni kaudu osalejate nägemust ning sellest tulenev muutus nägemustes mõjutab olukorda osalemise funktsiooni kaudu. Aktsiaturu puhul mõjutab see peamiselt aktsiahindu. Aktsiahindade muutumine võib omakorda mõjutada nii osalejate kallutatust kui ka alustrendi.

Tegemist on refleksiivse seosega, mille käigus määrab aktsiahinnad ära kaks tegurit – alustrend ja valitsev eelarvamus –, ning neid mõlemat mõjutavad omakorda aktsiahinnad. Aktsiahindade ja ülejäänud kahe teguri vastastikusel mõjul puudub konstant: see, mis peaks ühes funktsioonis olema sõltumatu muutuja, on teises sõltuv muutuja. Kui konstant puudub, ei ole ka tasakaalu poole liikumist. Sündmuste jada on kõige parem tõlgendada ajalooliste muutuste protsessina, kus ükski muutuja – aktsiahinnad, alustrend ja valitsev eelarvamus – ei jää selliseks nagu varem. Tüüpilises järgnevuses tugevdavad need kolm muutujat üksteist kõigepealt ühes suunas ja siis teises suunas mustriga järgi, mida teatakse selle kõige lihtsamal avaldumisvormil buumi ja krahhiina.

Kõigepealt tuleb tegeleda mõistetega. Kui aktsiahinnad võimestatavad alustrendi, nimetame trendi iseõimenduvaks, aga kui need

mõjuvad vastupidises suunas, nimetame seda isekorrigeerivaks. Sama terminoloogia kehtib valitseva eelarvamuse puhul: see võib olla nii isevõimenduv kui kas isekorrigeeriv.

Oluline on mõista, mida need mõisted tähendavad. Kui trendi tugevdatakse, siis see kiireneb. Kui eelarvamust tugevdatakse, siis muutub ootuste ja aktsiahindade tegeliku tulevikuliikumise vaheline erinevus suuremaks ning vastupidi, kui see on isekorrigeeriv, siis erinevus väheneb. Mis puudutab aktsiahindu, siis neid kirjeldame lihtsalt kas tõusvate või langevatena. Kui valitsev eelarvamus aitab hindu tõsta, nimetame seda positiivseks, kui see tegutseb vastupidises suunas, siis negatiivseks. Seega tugevdab tõusvaid hindu positiivne ja langevaid hindu negatiivne eelarvamus. Võiks eeldada, et buumi-kraahi tsüklis leidub vähemalt üks lõik, kus positiivne eelarvamus tugevdab tõusvaid hindu, ja teine, kus negatiivne eelarvamus tugevdab langevaid hindu. Samuti peab olema punkt, kus alustrend ja valitsev eelarvamus pööravad üheskoos aktsiahindade trendi ümber.

Proovime nüüd kokku panna algelise buumi ja kraahi mudeli. Alustame alustrendiga, mida veel ära ei tunta – kuigi samuti on võimalik ette kujutada valitsevat eelarvamust, mis aktsiahindades veel ei kajastu. Seega on valitsev eelarvamus alguses negatiivne. Kui turuosalisel tunnevad trendi ära, mõjutab see vaatevinklite muutus aktsiahindu. Aktsiahindade muutus võib, aga ei pruugi mõjutada alustrendi. Viimasel juhul pole enam väga millestki rääkida. Esimesel juhul oleme aga isevõimenduva protsessi alguses.

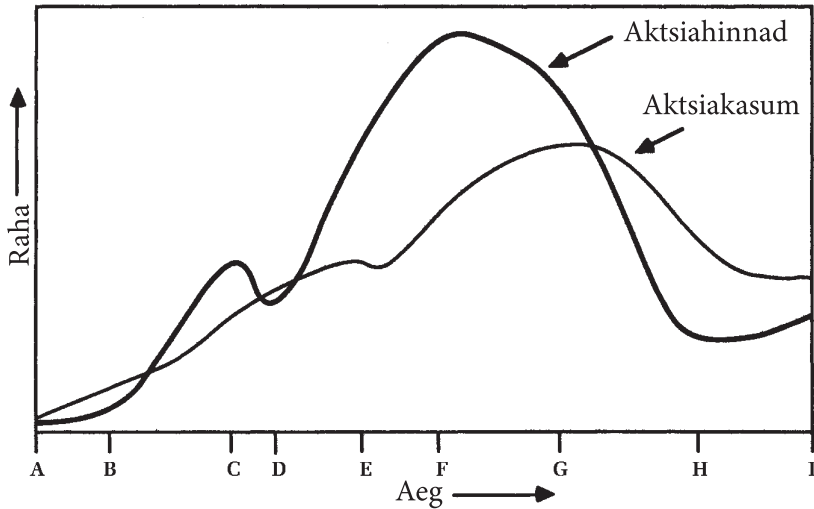
Tugevnenud trend mõjutab valitsevat eelarvamust kahel viisil: see toob kaasa täiendava kiirenemise ootuse või korrektuuriootuse. Viimasel juhul võib alustrend aktsiahindade korrektuuri üle elada, aga ei pruugi seda teha. Esimesel juhul tekib positiivne eelarvamus, mis tõstab aktsiahindu veelgi ja kiirendab alustrendi edasi. Kuni eelarvamus on isevõimenduv, tõusevad ootused isegi kiiremini kui aktsiahinnad. Aktsiahinnad mõjutavad alustrendi üha enam ja aktsiahindade tõusmine sõltub üha enam valitsevast eelarvamusest,

nii et nii alustrend kui ka valitsev eelarvamus muutuvad üha haavatavamaks. Lõpuks ei jaksa hinnatrend enam valitsevaid ootusi üleval hoida ja algab korrektuur. Petetud ootused mõjuvad aktsiahindadele negatiivselt ja vankuma löönud aktsiahinnad nõrgestavad alustrendi. Kui alustrend on hakanud liiga palju sõltuma aktsiahindadest, võib korrektuurist saada täielik olukorra überpöördumine. Sellisel juhul aktsiahinnad langevad, alustrend pöördub ümber ja ootused langevad veelgi. Niimoodi hakkab isevõimenduv protsess vastassuunas liikuma. Lõpuks jõuab langus haripunkti ja teeb kannapöörde.

Tavaliselt toimub isevõimenduvate protsesside korrapärase korrektuur algfaasis ja kui see need üle elab, kipub eelarvamus tugevamaks muutuma ja seda on keerulisem kõigutada. Kui protsess on kaugemale arenenud, muutuvad korrektuurid harvemaks ja suureneb otsustava überpöördumise oht.

Ma olen joonistanud välja tüüpilise buumi-kraahi tsükli. Seda saab näitlikustada kahe kõveraaga, mis liiguvad enam-vähem samas suunas. Üks neist kujutab aktsiahindu ja teine aktsiakasumit. Oleks loomulik kujutada kasumikõverat ette alustrendi näitajana ja kahe kõvera vahelist erinevust alustrendi ilminguna. See suhe on palju keerulisem. Kasumikõver sisaldab lisaks alustrendile ka aktsiahindade mõju sellele trendile. Valitsev eelarvamus väljendab kahe kõvera vahelist erinevust ainult osaliselt – osaliselt kajastavad seda juba nimetatud kõverad. Ainult osaliselt vaadeldavate mõistetega on äärmiselt keeruline töötada. Seetõttu oleme valinud muutujad, mida on võimalik vaadelda ja kvantifitseerida – kuigi nagu hiljem näha, võib aktsiakasumi kvantifitseerimine olla väga eksitav. Siinkohal aga eeldame, et aktsiakasum mõõdab investoreid huvitavad alusnäitajad õigesti.

Kahe kõvera tüüpiline teekond võib olla järgmine. (Vt joonist lk 89.) Alguses alustrendi äratundmine viibib, aga trend on piisavalt tugev, et see ilmutaks ennast aktsiakasumis (AB). Kui alustrend lõpuks ära tuntakse, tugevdavad seda kasvavad ootused (BC). Tekib



kahtlusi, aga trend elab need üle. Teine võimalus on, et trend lööb kõikuma, aga kogub ennast. Selline katsetamine võib mitu korda korduda, aga siin kujutan seda ainult ühe korra (CD). Lõpuks kujuneb välja veendumus, mida kasumitrendi tagasilöögid enam ei raputa (DE). Ootused muutuvad liiga suureks ja reaalsus ei suuda neid alal hoida (EF). Eelarvamus tuntakse ära ja ootused langevad (FG).

Aktsiahinnad kaotavad viimsegi toe ja kukuvad järsult (G). Alustrend pöördub, toetades kukkumist (GH). Lõpuks läheb pessimism liiale ja turg stabiliseerub (HI).

Tuleb rõhutada, et see on ainult üks võimalik teekond, mis ühe alustrendi ja ühe valitseva eelarvamuse suhestumise tulemusena võib tekkida. Samal ajal võib mõjuda rohkem kui üks trend ja valitsev eelarvamus olla nüansirohke, nii et sündmuste jada võib olla tarvis kujutada täiesti teisel viisil.

Ehk tuleks öelda paar sõna mudeli teoreetilise ülesehituse kohta. Meid huvitab osalejate kallutatuse ja sündmuste tegeliku käigu vaheline koostoime. Siiski ei ole osalejate kallutatuse meie mudelis otseselt esindatud – mõlemad kõverad näitavad sündmuste tegelikku kulgu.

Valitsev eelarvamus sisaldub osaliselt kahes kõveras ja osaliselt näitab seda nendevaheline erinevus.

Selle ülesehituse suurim väärtus seisneb kvantifitseeritavate muutujate kasutamises. Aktsiahinnad on mugav indikaator olukorrale, millega osalejate kallutatus on seotud. Muudes ajaloolistes protsessides on keerulisem kindlaks teha ja võimatu kvantifitseerida olukorda, mis on osalejate nägemusega kognitiivse ja osalemise funktsiooni kaudu seotud. Just mugava indikaatori olemasolu teeb aktsiaturust niivõrd kasuliku refleksiivsuse uurimise labori.

Kahjuks selgitab mudel aktsiahindade kindlaks määramist ainult osaliselt. Alustrendi mõiste on toodud sisse kohatäitena, et tähistada muutusi alusnäitajates. Alusnäitajaid ei ole defineeritud. Vastatud pole isegi küsimusele, kuidas alusnäitajaid mõõta tuleks. Kasum, dividendid, vara väärtus, vaba rahavoog: kõik need verstepostid on asjakohased, nagu paljud teisedki, kuid igale tegurile antud suhteline kaal sõltub investori hinnangust ja seega tema eelarvamusest. Näitlikustamiseks võib kasutada aktsiakasumit, aga sellisel juhul tekib üks küsimus. Finantsanalüütikud on selle küsimusega kaua maadelnud. Refleksiivsuse teooria väljaarendamiseks ei pea sellele siinkohal vastama.

Ilma et selleks oleks vaja midagi alusnäitajate kohta teada, on võimalik teha nii mõnigi väärt üldistus. Esiteks – buumi-kraahi mudeli tekkimiseks peavad aktsiahinnad mingil määral alusnäitajaid (mis need ka poleks) mõjutama. Mõnikord on see seos vahetu, nagu näidetes, mida ma kasutan käesolevas peatükis, aga üldiselt on see kaudne. Tihti avaldub selle mõju poliitilises protsessis, näiteks toimub muutus maksustamises, regulatsioonides või suhtumises säästmisse ja investeerimisse.

Refleksiivne seos saab aktsiahindade ja valitseva eelarvamuse vahel esineda isegi siis, kui alusnäitajad sellest mõjutatud ei saa, aga see seos muutub huvitavaks ainult juhul, kui alusnäitajad on samuti asja kaasatud. Kui alusnäitajad ei muutu, toimub valitseva eelarvamuse korrektuur ilmselt kiiresti, mida võib näha aktsiahindade

igapäevases kõikumises. Oleks täiesti asjakohane eirata eelarvamust kui müra. Just nii on toimunud täiusliku konkurentsi teooria ja väärtpaberite analüüsimise fundamentalistlik lähenemisviis. Kui alusnäitajad on aga mõjutatud, ei ole võimalik eelarvamust arvestusest niimoodi välja jätta, et see ei tooks kaasa tõsiseid moonutusi, sest eelarvamus põhjustab isevõimenduvad/ennasthävitavad protsessid, mis ei jäta samaks ei aktsiahindu, alusnäitajaid ega osalejate seisukohti.

Teine üldistus seisneb selles, et osalistepoolses alusnäitajate tajumises on paratamatult viga sees. See ei pruugi alguses ilmne olla, aga tõenäoliselt ilmutab viga ennast hiljem. Kui see juhtub, valmistab see ette valitseva eelarvamuse ümberpöördumise. Kui eelarvamuse muutus pöörab alustrendi ümber, käivitub isevõimenduv protsess vastupidises suunas. Mis see viga on ning kuidas ja millal see ilmselt ilmneb, on põhiline, mida on vaja buumi-kraahi tsükli te mõistmiseks.

Eespool esitletud mudel põhineb nendel kahel üldistusel. Pole vaja rõhutada, kui algeline see mudel on. Siiski on see väärtuslik tüüpilise buumi-kraahi tsükli oluliste omaduste kindlakstegemisel. Need on äratundmata trend, isevõimenduva protsessi algus, edukas katse, kasvav veendumus, mille tulemusena suureneb reaalsuse ja ootuste vaheline erinevus, tajuviiga, haripunkt, vastupidises suunas toimuv isevõimenduv protsess.

Ainuüksi nende tunnuste kindlakstegemisega on võimalik aktsiahindade käitumise kohta rohkem teada saada. Algeliselt mudeilt ei saa palju enamata oodata.

Igal juhul ei saa refleksiivne mudel fundamentaalanalüüsi asendada: see suudab anda sellele ainult puuduva koostisosa. Põhimõtteliselt on võimalik neid kahte lähenemist sobitada. Fundamentaalanalüüs püüab teha kindlaks, kuidas kajastuvad alusnäitajad aktsiahindades, samas kui refleksiivsuse teooria näitab, kuidas aktsiahinnad võivad alusvara väärtust mõjutada. Üks näitab staatilist, teine dünaamilist pilti.

Teooria, mis selgitab osaliselt aktsiahindade liikumist, võib olla investorile väga kasulik eriti juhul, kui see heidab valgust mingile seosele, mida teised investorid ei adu. Investorid tegutsevad piiratud ressursside ja intelligentsiga: nad ei pea kõike teadma. Kuni nad saavad millestki teistest paremini aru, on neil eelis. Mistahes eriteadmiste probleem seisneb selles, et inimese pädevusvaldkond ei pruugi olla eriti huvipakkuv, aga refleksiivsuse teooria aitab teha kindlaks ajalooliselt tähtsad hinnaliikumised, nii et see läheb otse tuuma juurde.

Minu kirjeldatud algne mudel on osutunud mu investeerimiskarjääris äärmiselt kasulikuks. See võib tunduda üllatav, sest mudel on nii lihtne ja sobib turumustri sissetallatud rajale nii hästi, et võiks arvata, et see on igale investorile tuttav. Aga see pole nii. Miks? Üks osa vastusest võib olla see, et turuosalisi on eksitanud teistsugune teoreetiline konstruktsioon, mis tuleneb klassikalisest majandusteadusest, ja mis veel tähtsam, loodusteadustest. Sissejuurdunud suhtumine kõlab, et aktsiahinnad on mingisuguse alusreaalsuse passiivne peegeldus, mitte ajaloolise protsessi toimeaine. See seisukoht on lihtsalt vale. On tähelepanuväärne, et seda viga pole endiselt täielikult tunnistatud. Siiski tunnistavad investorid minu kirjeldatud järgnevust ja reageerivad sellele, aga nad teevad seda hiljem kui keegi, kes töötab asjakohase mudeliga, ja otsib olulisi omadusi, mis hinnakõvera kuju ära määravad. Just see on andnud mulle eelise.

Esimene kord kasutasin mudelit süstemaatilisel 1960ndate lõpus toimunud konglomeraatide buumi ajal. See võimaldas mul teenida raha nii üles kui alla liikudes.

Konglomeraatide buumi võti oli investorite seas valitsev eksiarvamus. Investorid olid hakanud hindama aktsiakasumi kasvu ja ei suutnud teha vahet, kuidas kasumi kasv saavutati. Paar ettevõtet õppisid tekitama kasvu ülevõtmiste kaudu. Kui turg hakkas neid tulemuste eest tasustama, muutus nende ülesanne lihtsamaks, sest nad said pakkuda muude ettevõtete ülevõtmisel oma kõrge hinnaga aktsiaid.

Teoorias toimib see protsess järgmiselt. Oletame, et kõigi asjassepuutuvate ettevõtete kasumi sisemine kasv on sama, kuid omandava ettevõtte aktsiat müüakse ülevõetavate ettevõtete kasumikordajast kaks korda kõrgema hinnaga. Kui omandav ettevõtte suudab oma suurust kahekordistada, tõuseb selle aktsiakasum 50 protsenti ja kasvumäär suureneb vastavalt.

Praktikas alustasid esimesed konglomeraadid kõrge sisemise kasvumääraga, millele omistati kõrged kordajad. Mitmed teerajajad olid suure kaitsetööstuse komponendiga kõrgtehnoloogiaettevõtted (Textron, Teledyne, Ling-TemcoVought (hiljem LTV), kui mõned välja tuua), mille juhtkonnad said aru, et nende ajalooline kasvumäär ei saa igavesti jätkuda. Nad hakkasid võtma üle tavapärasemaid ettevõtteid, aga kuna nende aktsiakasumi kasv kiirenes, siis kordajad kasvasid, mitte ei kahanenud. Nende edu tõmbas ligi jäljendajaid ja hiljem suutsid isegi kõige üksluisemad ettevõtted saavutada kõrge kordaja, kui nad tegelesid ohjeldamatu ülevõtmisega.

Näiteks suurem osa Ogdeni kasumist tuli vanarauaga kauplemisest, aga nende aktsiate müügihind oli tipphetkel ikkagi kasumist enam kui kakskümmend korda suurem. Lõpuks saavutas ettevõtte kõrge kordaja lihtsalt lubadusega seda hästi kasutada, viies läbi ülevõtmisi.

Juhtkonnad töötasid välja spetsiaalsed raamatupidamistehnikad, mis suurendasid ülevõtmiste mõju. Samuti tegid nad ülevõetud ettevõtetes muudatusi, tõhustades nende tegevust, müües maha varasid ja keskendudes üldiselt puhaskasumile, kuid neil ei olnud aktsiakasumile nii suur mõju kui ülevõtmisel.

Investorite reaktsioon oli sama, mis indiaanlastel tuliveele. Alguses hinnati iga ettevõtte tulemusi iseseisvalt, aga järk-järgult sai konglomeraatidest omaette rühm. Tekkis uus investorite liik, nn läheb-läheb fondide (*go-go fund*) valitsejad ehk püstolikangelased, kellel tekkis konglomeraatide juhtkondade suhtes eriline poolehoid. Nende vahel avati vahetud suhtluskanalid ja konglomeraadid

tegid nn kirjaaktsiad (*letter stock*) otse investoritele kättesaadavaks. Lõpuks õppisid konglomeraadid oma aktsiahindu juhtima sama hästi kui oma kasumit.

Sündmused järgisid minu mudelis kirjeldatud järgnevust. Kordajad kasvasid ja lõpuks ei suutnud tegelikkus enam ootusi täita. Üha rohkem inimesi mõistis, millisele eksiarmusele buum tugines, kuid nad mängisid mängu edasi. Ülevõtmised pidid muutuma hoo hoidmiseks järjest suuremaks ning lõpuks jõudsid need suurusepiiranguteni. Haripunkt oli Saul Steinbergi katse võtta üle Chemical Bank: institutsioonid võitlesid selle vastu ja nurjasid katse.

Kui aktsiahinnad hakkasid langema, andis langus endale ise hoogu juurde. Ülevõtmiste positiivne mõju aktsiakasumile vähenes ja lõpuks muutus uute ülevõtmiste korraldamine ebapraktiliseks. Sisemised probleemid, mis oli kiire välise kasvu perioodi ajal peidus, hakkasid välja tulema. Kasumiaruanded paljastasid ebameeldivaid üllatusi.

Investorite illusioonid purunesid ja juhtkonnad sattusid kriisidesse: pärast peadpöörivat edu olid vähesed valmis hakkama tõsiselt tegelema igapäevase juhtimistöo taagaga. Olukorra muutis veel raskemaks majanduslangus. Paljud kõrgelennulised konglomeraadid lagunesid sõna otseses mõttes koost laiali. Investorid olid valmis kõige hullemat uskuma ja mõnel juhul halvim juhtuski. Muudel kordadel osutus tegelikkus ootustest paremaks ja lõpuks olukord stabiliseerus.

Ellujäänud ettevõtted, mille juhtkond oli tihtipeale uus, hakkasid end aeglaselt rusudest välja kaevama.

Konglomeraatide buum sobib minu algelise mudeli näiteks eriti hästi, sest alusnäitajaid on kerge mõõta. Investorid tuginesid oma hinnangutel aruannetes esitatud aktsiakasumile.

Olenemata sellest, kui mõttetud on need arvud, moodustuvad neist graafikud, mis on äärmiselt sarnased minu teoreetilisele prototüübile. Siin nad on: