

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Ричард Дж. Тьюлз
Эдвард С. Бредли
Тэд М. Тьюлз



УНИВЕРСИТЕТСКИЙ УЧЕБНИК

THE STOCK MARKET

Sixth Edition

**Richard J. Teweles
Edward S. Bradley
Ted M. Teweles**



JOHN WILEY & SONS, INC.

New York • Chichester • Brisbane • Toronto

У н и в е р с и т е т с к и й у ч е б н и к

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

6-е издание
перевод с английского

Ричард ДЖ. Тьюлз
Эдвард С Брэдли
Тэд М. Тьюлз

Рекомендовано
Министерством общего и профессионального образования
Российской Федерации
для использования в учебном процессе

*Издание осуществлено
при поддержке Информационного Агентства США, Москва (USIS)*



1999

УДК (075.8) 336.76=03.20

ББК 65.8я73

Т95

Перевод с английского А.М. Волкова и А. В. Щедрина

Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т. Фондовый рынок. — 6-е изд.: Пер. с англ. — Т 95 М.: ИНФРА-М, 2000. — VIII + 648 с. - (Университетский учебник).

ISBN 5-86225-530-3 (русск.)

ISBN 0-471-54019-6 (англ.)

Эта книга, выдержавшая шесть изданий, является на сегодняшний день самым популярным и уважаемым учебником по всем аспектам фондового рынка. В нем наиболее полно отражены как институты, принципы и функционирование фондового рынка в историческом аспекте, так и самая современная информация об изменениях в его деятельности. Рассматриваются разнообразные рынки ценных бумаг и их типичные участники, но прежде всего вторичные рынки акций в США. Большой опыт авторов в области финансов поможет решить и такие практические проблемы, как покупка и продажа ценных бумаг, заключение сделок по этим операциям, использование системы участия, опционов и т.д.

Книга предназначена не только для обучения тому, как функционирует фондовый рынок, но она будет полезна всем тем, кто хотя бы в отдаленной степени соприкасался с финансовым миром.

Рекомендуется студентам экономических вузов, служащим брокерских фирм, инвесторам.

ББК65.8я73

ISBN 5-86225-530-3 (русск.)

ISBN 0-471-54019-6 (англ.)

© John Wiley & Sons, Inc., 1992

© Перевод на русский язык, оформление. ИНФРА-М, 1997

All Rights Reserved

Авторизованный перевод английского издания, опубликованного John Wiley & Sons, Inc.

Редактор *Соловьева Л. Г.*

Корректор *Морозова Е.А.*

Компьютерная верстка *Майоров СМ.*

Художественное оформление «Ин-Арт»

ЛР № 070824 от 21.01.93

Подписано в печать 12.05.97. Формат 70x100/16

Печать офсетная. Усл. печ. л. 52,89

Доп. тираж 4000 экз. Заказ No 1550

Издательский Дом «ИНФРА-М»

127214, Москва, Дмитровское ш., 107

Тел.: (095) 485-70-63; 485-71-77

Факс (095) 485-53-18. Робофакс 485-54-44

E-mail: books@infra-m.ru

Отпечатано в ГУП ИПК "Ульяновский Дом печати"
432601, г. Ульяновск, ул. Гончарова, 14

ISBN 5-11b22S-S30-3



9 785862 255300

СОДЕРЖАНИЕ

ОБ АВТОРАХ.....	vii
ПРЕДИСЛОВИЕ К ШЕСТОМУ ИЗДАНИЮ.....	viii
1. ОСНОВНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.....	1
1. РЫНКИ И ВЛАДЕЛЬЦЫ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	3
2. ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОРПОРАЦИЙ.....	16
3. ЦЕННЫЕ БУМАГИ ПРАВИТЕЛЬСТВА США И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ.....	53
4. ЧТЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ ИНФОРМАЦИИ.....	74
2. ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ФОНДОВЫХ БИРЖ.....	99
5. НЬЮ-ЙОРКСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА: ЕЕ ФУНКЦИИ И ИСТОРИЯ.....	101
6. НЬЮ-ЙОРКСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА: ЕЕ ОРГАНИЗАЦИЯ И ЧЛЕНЫ.....	137
7. КОТИРОВОЧНЫЕ ЛИСТЫ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ, ТИКЕРЫ И КОТИРОВКИ.....	147
8. ПРОЦЕДУРА ЗАКЛЮЧЕНИЯ СДЕЛОК. ВИДЫ ПРИКАЗОВ И ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ.....	166
9. РЫНОК СИСТЕМЫ АВТОМАТИЗИРОВАННЫХ КОТИРОВОК НАЦИОНАЛЬНОЙ АССОЦИАЦИИ ДИЛЕРОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ (NASDAQ).....	230
10. АМЕРИКАНСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА И ДРУГИЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ США.....	248
11. ИНОСТРАННЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ.....	263
3. РАБОТА ФОНДОВЫХ КОМПАНИЙ.....	279
12. КЛИЕНТ И БРОКЕР.....	281
13. СДЕЛКИ «НА МАРЖЕ».....	306
14. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ БАНКОВ.....	322
15. ПОСТАВКА ЦЕННЫХ БУМАГ, ТРАНСФЕРТ И КЛИРИНГ.....	346
4. РЕГУЛИРОВАНИЕ И ПРАВИЛА.....	363
16. МАНИПУЛИРОВАНИЕ НА ПРЕЖНЕМ РЫНКЕ.....	365
17. РЕГУЛИРОВАНИЕ, САМОРЕГУЛИРОВАНИЕ И СОБЛЮДЕНИЕ ПРАВИЛ.....	386

5. ПРАКТИКА ИНВЕСТИРОВАНИЯ И СПЕЦИАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ	413
18. СРЕДНИЕ ПОКАЗАТЕЛИ КУРСОВ АКЦИЙ И ИНДЕКСЫ.....	415
19. ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ И ТОРГОВЛЯ ИМИ.....	440
20. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КОМПАНИИ.....	471
21. ОСНОВЫ ФОНДОВОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ.....	487
22. ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ФОНДОВЫХ ЦЕН.....	510
23. ОПЦИОНЫ НА ЦЕННЫЕ БУМАГИ.....	535
24. КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ, ВАРРАНТЫ И ПРАВА.....	566
25. ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ И РЕЙТИНГ ЦЕННЫХ БУМАГ.....	600
ГЛОССАРИЙ.....	621

ОБ АВТОРАХ

Ричард Дж. Тьюлз, доктор философии, более 40 лет работал в качестве брокера по инвестиционным ценным бумагам и консультанта и является почетным профессором по финансам, недвижимости и законодательству Калифорнийского университета в Лонг-Бич. Доктор Тьюлз является соавтором классических книг "Игра с фьючерсами: кто выиграет? кто проиграет? почему?" ("The Futures Game: Who Wins? Who Loses? Why"), "Руководство по совершению сделок с товарными фьючерсами" ("The Commodity Futures Trading Guide") и "Полное руководство по предотвращению и решению брокерских конфликтов" ("The Complete Guide to Preventing and Resolving Brokerage Disputes") и автором многочисленных статей по финансовым вопросам. Он был членом Чикагского совета по торговле, Чикагской товарной биржи и Нью-Йоркской товарной биржи; был членом как Нью-Йоркской фондовой биржи, так и Американской фондовой биржи; являлся консультантом ряда брокерских, юридических фирм и правительственных агентств, а также членом нескольких арбитражных групп.

Эдвард С. Брэдли — вице-президент "Salomon Brothers, Inc.". Свыше 20 лет во время своей деятельности на Уолл-стрит он занимался обучением и торговлей. Входя в несколько отраслевых комитетов, которые разрабатывают профессиональные квалификационные требования для персонала, он был избран в качестве представителя от всех членов Нью-Йоркской фондовой биржи в отраслевую группу, которая разрабатывала условия современного экзамена для лиц, принимающих заказы на фондовой бирже (серия 7). Кроме того, г-н Брэдли принимает активное участие в создании, пересмотре и утверждении вопросов, которые используются в различных профессиональных экспертизах ценных бумаг. Он выступает также в качестве арбитра на Нью-Йоркской фондовой бирже, в Национальной ассоциации биржевых дилеров и Национальной фьючерсной ассоциации. Работая на факультете Нью-Йоркского финансового института, г-н Брэдли читал лекции по ценным бумагам, опционам и фьючерсам в Токио, Лондоне, Женеве, Кувейте, Торонто и ряде крупнейших городов США. Он является соавтором книги "Полное руководство по предотвращению и решению брокерских конфликтов" ("The Complete Guide to Preventing and Resolving Brokerage Disputes").

Тэд М. Тьюлз, доктор философии, свыше 14 лет руководил портфелями пенсионных фондов корпораций и частных лиц, а также читал лекции в Калифорнийском университете по финансам, бухгалтерии и менеджменту. В течение 12 лет он также занимал должность главного финансового менеджера в средней торговой компании. Доктор Тьюлз является зарегистрированным консультантом по инвестициям в штате Калифорния \i Комиссии по ценным бумагам и биржам. Помимо степени доктора философии по высшему руководству, присвоенной Кларемонтской школой, доктор Тьюлз имеет также степень магистра по деловому администрированию и финансам в Университете Южной Калифорнии, а также три другие степени. Он также имеет диплом бухгалтера-аналитика.

ПРЕДИСЛОВИЕ К ШЕСТОМУ ИЗДАНИЮ

Бурные, иногда даже слишком, 80-е годы привели к некоторым существенным переменам на рынке инвестиций. Стремление к согласию усилилось, возник интерес к инвестиционным компаниям. Снижение процентных ставок повысило интерес инвесторов к более тонким стратегиям и новым формам ценных бумаг, в частности ценным бумагам на долгосрочное изменение курсов акций и облигациям с правом предъявления для погашения в определенные сроки. Все больше индивидуальных инвесторов стали игнорировать брокеров в попытке снизить стоимость сделки. Усилились глобализация и внедрение электронных методов. Постоянно повышалась конкурентоспособность рынков опционов.

Как и предыдущие издания, эта книга предназначена для обучения студентов, инвесторов, служащих брокерских фирм и других лиц тому, как функционирует фондовый рынок. Мы надеемся, что читатели затем обратятся к более специализированным работам с целью расширения и углубления своих знаний. В этой книге мы не пытаемся исчерпать какой-либо из затронутых вопросов. Однако мы опустили некоторые аспекты рынков ценных бумаг.

Это третье издание работы, подготовленное двумя из авторов на основе труда первоначального автора, Джорджа Л. Леффлера, к которому впоследствии присоединился Лоринг К. Фарвелл. В это шестое издание наш новый автор Тэд Тьюлз внес существенный вклад, основанный на четырнадцатилетнем опыте преподавания и практической работы в области финансов. Кроме упомянутых в новом издании и предисловиях к четвертому и пятому изданиям, мы благодарны за вклад Полу Мэррилу, Рею Диллеру, Джоу Диллеру и Стефену Харперу, которые помогли нам своими комментариями, информацией или и тем и другим вместе. Мы также высоко ценим помощь Тэда Брэдли и его предложения по тексту и редактированию.

*Ричард Дж. Тьюлз
Эдвард С. Брэдли
Ъд М. Тьюлз*

*Оушенсиде, Калифорния
Нью-Йорк, штат Нью-Йорк
Сил-Бич, Калифорния
Май 1992 года*

1

**ОСНОВНАЯ
ИНФОРМАЦИЯ**

1

РЫНКИ И ВЛАДЕЛЬЦЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

Эта книга посвящена фондовым рынкам и их работе. Слово *stock* в Северной Америке обычно означает акции или собственность в корпорации. Существуют различные ценные бумаги, не являющиеся акциями. Это обычно долговые обязательства, которые могут выпускаться корпорациями, правительственными органами, агентствами, местными властями и т.п. В книге отводится больше места по сравнению с предыдущими изданиями описанию инструментов, не являющихся акциями, не потому, что они важнее, чем акции, а потому, что рынки и усложнение понятий «инвесторы» и «эмитенты» привели к тому, что различие между двумя широкими категориями *акции* и *задолженность* стало менее значимым.

В 80-х годах резко увеличилось число видов и способов применения долговых инструментов, символами которых более других, вероятно, стали «бросовые» облигации и ценные бумаги, обеспеченные залогом. В 90-х годах может произойти возвращение к прямому акционерному финансированию, но сомнительно, чтобы более сложная техника финансирования, доминировавшая в предыдущем десятилетии, полностью исчезла. Скорее ее использование будет более умеренным и консервативным. Однако прежде, чем перейти к дальнейшему изучению рыночных механизмов и методов, заслуживают рассмотрения разнообразные рынки ценных бумаг и их типичные участники.

Во-первых, следует проводить разграничение между первичным и вторичным рынками. Первоначальная продажа ценных бумаг эмитирующей корпорацией или правительственным органом частному или государственному инвестору называется *первичным* размещением. Эмитент использует средства, привлеченные путем продажи, для расширения производства, дальнейшего проведения исследований, строительства мостов и т.п. Поскольку лишь немногих инвесторов можно было убедить вкладывать свои средства на неопределенный срок, большинство ценных бумаг являются обращающимися и первоначальный покупатель может предложить ценные бумаги любой заинтересованной стороне по взаимно устраивающей обе стороны цене. Функцией бирж ценных бумаг является обеспечение места, где могут быть определены подобные взаимно устраивающие стороны цены. О любой торговле ценными бумагами после их первичного предложения можно сказать, что это сделка

по *вторичному* размещению. Таким образом, все биржевые сделки являются по своей природе вторичными. Когда инвестор покупает 100 акций «General Motors» (GM) на Нью-Йоркской фондовой бирже (New York Stock Exchange — NYSE), поступления от продажи идут не к GM, а к инвестору, который продал акции.

Эмиссия ценных бумаг является важнейшей функцией процесса привлечения капитала. Эта область деятельности фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, называется *гарантированием размещения ценных бумаг (underwriting) или инвестиционно-учредительской деятельностью банков*. Задача инвестиционного банка при предложении новых ценных бумаг сложнейшим образом переплетена с поведением цен на вторичном рынке. Эта функция настолько специальна, что заслуживает отдельного рассмотрения. Этой теме были посвящены целые книги, а в данной книге глава 14 содержит краткое и вместе с тем обстоятельное рассмотрение этого вопроса.

В этой книге рассматриваются прежде всего вторичные рынки акций в США. Со времени выхода в свет первого издания мировые рынки капиталов бросили серьезный вызов доминированию фондовых рынков США. Так, в конце 80-х годов Токийская фондовая биржа, которая уже в течение длительного времени являлась крупнейшей биржей по объему торговли акциями, обошла NYSE по рыночной капитализации компаний. Несмотря на значительное падение цен на Токийской фондовой бирже в 1990 г. и то, что соответствующий рост цен на NYSE вновь вывел ее на привычное первое место в мире по стоимости обращающихся акций, лишь немногие согласятся с мыслью, что США продолжают доминировать. Рынки капиталов Лондона, Франкфурта, Гонконга, Сингапура, Токио и других мировых центров рассмотрены в главе 11.

КЛАССИФИКАЦИЯ РЫНКОВ

В настоящее время вторичный рынок ценных бумаг в США делится на две крупные группы: организованные биржи ценных бумаг и внебиржевой рынок. Компьютеризированные системы торговли как на биржах, так и на внебиржевом рынке стерли различия между этими рынками. Для инвесторов все менее важно место, где происходит сделка, если обеспечена приемлемая цена.

Национальные биржи ценных бумаг

Раздел 6 Закона о торговле ценными бумагами 1934 г. требует регистрации всех «национальных бирж ценных бумаг» в Комиссии по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission — SEC). В 1962 г. существовало 14 подобных бирж, а к 1991 г. активные сделки осуществлялись лишь на 7 биржах.

Нью-Йоркская фондовая биржа (New York Stock Exchange — NYSE)
Американская фондовая биржа, Нью-Йорк (American Stock Exchange, New York — Amex)
Фондовая биржа Среднего Запада, Чикаго (Midwest Stock Exchange, Chicago)
Тихоокеанская фондовая биржа, Сан-Франциско и Лос-Анджелес (Pacific

Stock Exchange, San Francisco and Los Angeles)
 Филадельфийская фондовая биржа (Philadelphia Stock Exchange)
 Бостонская фондовая биржа (Boston Stock Exchange)
 Фондовая биржа Цинциннати (Cincinnati Stock Exchange)

Кроме того, активные сделки с фондовыми опционами проводятся на Чикагской бирже опционов, а также на Нью-Йоркской, Американской, Филадельфийской и Тихоокеанской биржах. Сделки с акциями по фьючерсным контрактам совершаются на крупнейших фьючерсных биржах, среди которых наиболее важные в США — Чикагская товарная биржа и Чикагский совет по торговле.

Число проданных акций и их стоимость в долларах на NYSE превосходят показатели всех других бирж в США. Фактически показатели NYSE превосходят *совокупные* показатели всех других бирж в США. Таблица 1-1 показывает, насколько система автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers Activated Quotations — NASDAQ) обошла все другие американские биржи, кроме Нью-Йоркской.

Большая процентная доля «региональных» бирж (исключая Американскую фондовую биржу) возникает в результате сделок, включающих акции, первичным рынком которых является NYSE, но которые также зарегистрированы на этих биржах. Эти сделки обычно направляются через Межрыночную торговую систему к тому месту, где имеется самая выгодная на данный момент цена. В ряде случаев лучшая цена для перспективного продавца или покупателя акций, зарегистрированных на NYSE (например, «Еххоп»), может быть в действительности получена путем пересылки данного приказа в Чикаго, Цинциннати или даже на внебиржевой рынок.

Внебиржевой рынок

Сделки с ценными бумагами, которые совершаются не на бирже, называются сделками на внебиржевом рынке. Этот рынок огромен и по совокупному

Таблица 1-1. Сопоставление показателей бирж в 1990 г.

Рынок	Число акций		Оборот в долларах	
	млн	% к итогу	млн	% к итогу
NYSE	39665	46,6	1325332	63,7
NASDAQ	33380	39,2	452430	21,8
Региональные	6208	7,3	178139	8,5
Апех	3329	3,9	37715	1,8
Внебиржевая торговля акциями, обращающимися на биржах	2589	3,0	86494	4,2

Источник: *NASDAQ Fact Book— 1991*, п.7.

объему и стоимости в долларах заметно превосходит совокупную торговлю на всех фондовых биржах США. В отличие от торговли на биржах США основной объем на внебиржевом рынке приходится на облигации. В сущности, на этом рынке все сделки с ценными бумагами правительства и государственных агентств США совершаются, как и с муниципальными облигациями, которые являются долговыми обязательствами городов и штатов. Кроме того, на этом рынке заключается подавляющее большинство сделок с облигациями корпораций и с тысячами различных выпусков акций, не зарегистрированных на биржах.

Корпоративные эмитенты акций, сделки с которыми заключаются на внебиржевом рынке, обычно меньше по размерам и менее известны по сравнению с известными зарегистрированными на бирже корпорациями, хотя некоторые из них попадают в список 500 крупнейших промышленных компаний журнала «Fortune». Многие из новых, ориентированных на технологию корпораций, а также ряд других фирм соответствуют финансовым требованиям для регистрации на NYSE и все же продолжают заключать сделки на внебиржевом рынке. Традиционный путь «акклиматизации», в свое время считавшийся стандартным для растущих корпораций, в настоящее время соблюдается в меньшей степени. Эта последовательность требовала совершения сделок с акциями корпораций на внебиржевом рынке в течение некоторого времени после их первоначального публичного предложения, затем последовательного движения на Атех и в конечном счете на NYSE по мере того, как рост финансовой мощи фирмы и ее привлекательность в национальном масштабе постепенно станут соответствовать требованиям NYSE. Многие корпорации, включая некоторые, поименованные выше, не видят в настоящее время необходимости в совершении сделок с их акциями на какой-либо бирже.

Наряду с известностью акций ряда компаний многие акции на внебиржевом рынке гораздо менее известны, это придает данному рынку спекулятивный характер, что по меньшей мере частично оправдано. С акциями почти всех современных корпораций-гигантов сделки в свое время совершались на внебиржевом рынке, и приобретение многих из них считалось в то время очень рискованными сделками. Однако дело состоит в том, что наравне с любыми будущими наиболее популярными акциями, которые будут иметь высокий курс, внебиржевой рынок содержит акции ряда непроверенных рискованных предприятий, которые могут никогда не добиться успеха. Пресловутый рынок *мелких акций*, обычно состоящий из акций, на которых лишь немногие, помимо брокеров, могут заработать деньги, если это вообще удастся, также является частью этого внебиржевого рынка.

Тем не менее инвестору, ищущему «новые Макдональдсы» или «новые Компакт-компьютеры», советуем тщательно исследовать этот рынок. Наиболее быстрый рост цен на акции многих корпораций часто происходит до того, как эти акции станут широко известны. Ко времени регистрации акций существует вероятность того, что экономисты-аналитики крупнейших брокерских фирм начали внимательно следить за компаниями и цены определялись более крупными и искушенными инвесторами. Результатом таких действий может стать более плавная динамика котировок акций по сравнению с совершением сделок на внебиржевом рынке.

Традиционно внебиржевой рынок являлся *дилерским* рынком (или рынком принципалов). Дилеры, торгующие акциями на внебиржевом рынке, покупают и продают акции исходя из наличных запасов, повышая или понижая котировки, как это делал бы любой коммерсант. Говорят, что дилеры *делают рынок* путем постоянного котирования цены, по которой они хотят купить ценные бумаги (*предложение цены покупателя*), и более высокой цены, по которой они хотят продать (*запрос или предложение цены продавца*). При совершении сделок с облигациями, в особенности муниципальными, на внебиржевом рынке двусторонние рынки подобного рода являются менее обычными. Дилеры предлагают имеющиеся у них ценные бумаги, но не столь активно они предлагают цену при покупке товара продавца. В результате того, что эти рынки могут стать неликвидными, дилеры остерегаются покупать ценные бумаги, которые они могут быстро не продать при понижении цен.

В течение многих лет внебиржевой рынок акций являлся неформальной телефонной сетью конкурирующих дилеров. Поиск лучшей цены был зачастую утомительным и не всегда целесообразным. Однако в 1970 г. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (National Association of Securities Dealers — NASD) — саморегулируемый орган внебиржевого рынка — ввела систему автоматизированных котировок — NASDAQ. Дилеры получили связь через компьютерные терминалы и экраны видеодисплеев. Возможность наблюдать за котировкой, предоставленная новой системой, сократила разрыв между объемами торговли на бирже и внебиржевом рынке. Согласно приведенной статистике, оборот NASDAQ значительно превосходит совокупный оборот Атех и региональных бирж. На самом деле, оборот торговли в долларовом выражении NASDAQ в 1990 г. был превышен только четырьмя крупнейшими фондовыми биржами мира: Нью-Йоркской, Токийской, Лондонской и Франкфуртской¹. Кроме того, значительный объем сделок с зарегистрированными на бирже акциями происходит на внебиржевом рынке. Объем сделок на этом третьем рынке в 1990 г. составил 2,589 млрд акций по сравнению с 1,1 млрд акций в 1985 г. Более полно внебиржевой рынок акций рассматривается в главе 9.

ВЛАДЕЛЬЦЫ АКЦИЙ

В середине 1990 г. исследование вопроса владения акциями провела NYSE и опубликовала в 1991 г.² В соответствии с этим исследованием примерно 51 млн американцев владели акциями публичных акционерных компаний или акционерных инвестиционных фондов открытого типа — каждый четвертый взрослый американец, каждый пятый, включая несовершеннолетних. Если считать косвенных владельцев акций, например участников пенсионных фондов, их число будет значительно больше. Это исследование не анализировало эту позицию, однако исследование 1980 г., учитывавшее участников пенсионных фондов, дало цифру 133 млн подобных косвенных владельцев. NYSE не учитывала лиц обеих категорий, поэтому люди, которые имели как акции,

¹ *NASDAQ Fact Book - 1991*, p. 13.

² Итоговые данные приведены в *NYSE Fact Book - 1997*, pp. 64—66; а также *Registered Representative Magazine* (August, 1991), p. 15. .

так и страховой полис, вероятно, составлявшие подавляющее большинство, были включены только в категорию прямых владельцев.

Исследование показало, что мужчин — владельцев акций было около 30,2 млн человек по сравнению с примерно 17,75 млн женщин — владельцев акций. Это может показаться удивительным, если учитывать то обстоятельство, что в пяти предыдущих исследованиях вплоть до 1970 г. отмечалось примерно равное распределение собственности между мужчинами и женщинами. Исследователи считают, что более сложная техника подсчета привела к тому, что новые данные стали более точными по сравнению с прежними.

Средний доход домашних хозяйств владельцев акций составлял 43 800 дол., а средний портфель акций — 11 400 дол. Это говорит о том, что средний владелец акций не является финансовым гигантом, хотя его положение и лучше, чем у *среднего* американца. Средний возраст владельцев акций продолжает снижаться, а показатель 1990 г. — 43 года — является самым низким за все годы проведения исследований.

Примерно 70% инвесторов владели акциями эмиссий, зарегистрированных на NYSE, и только 26% — акциями выпущенными на внебиржевом рынке. Инвесторы менее склонны, чем раньше, пользоваться услугами биржевых брокеров, только 33,6% используют этого посредника. Многие стали владельцами акций через программы покупки акций для занятых в фирме. Другие, в особенности те, кто главным образом покупал акции взаимных фондов, осуществляли большинство своих покупок через банки, страховых агентов и сами фонды. Одна из причин тенденции покупки, минуя брокера, — более высокий образовательный уровень типичного владельца акций. Почти 22,5 млн владельцев акций не менее четырех лет обучались в колледже. Это более чем в два раза превышает показатель исследования 1975 г. Конечно, диплом об окончании колледжа не делает владельца акций более проницательным, это, вероятно, указывает на тенденцию, согласно которой инвесторы все менее полагаются на совет обычного биржевого брокера. Успех несложных и популярно написанных финансовых публикаций типа журнала «Money» является другой причиной того, что современные инвесторы более склонны идти самостоятельным путем, чем это делали их родители. Расширение механизма взаимных инвестиционных фондов, акции которых продаются без брокерской комиссии, также намного облегчило новым владельцам акций возможность совершать сделки без посредников.

Институциональное владение акциями продолжает увеличиваться. Согласно исследованию 1975 г. такой вид собственности составлял 230,5 млрд дол., или 33,6% рыночной стоимости NYSE. Несмотря на то что в исследовании 1990 г. этот вопрос не рассматривался, цифры, приведенные компанией «Salomon Brothers»³, показывают, что на институциональных владельцев в настоящее время приходится около 40% акций:

Сберегательные учреждения	5,3 (в млрд дол.)
Компании по страхованию жизни	80,5

³ Henry Kaufman and Jeffrey Hanna, *Prospects for the Financial Markets in 1986* (New York: Salomon Brothers Inc., 1985), p. 52.

Компании с ответственностью, ограниченной имуществом	53,8
Частные нестраховые пенсионные фонды	362,4
Государственные и местные пенсионные фонды	136,8
Благотворительные фонды	62,5
Облагаемые налогом инвестиционные фонды	108,9
Брокеры и дилеры по ценным бумагам	16,5
Иностранные владельцы	115,4
Домашние хозяйства-владельцы	1436,1
Итого	2378,2

Данные за 1991 г. могут несколько отличаться. Например, стоимость активов может значительно увеличиться лишь за счет новых пенсионных взносов > и т.п. Хорошо известные проблемы страховых и сберегательных (ссудо-сберегательных) ассоциаций в определенной степени также вызвали излишнее доверие к облигациям низкого качества, которые в ряде случаев вытеснили инвестиции в обыкновенные акции. Тем не менее, судя по всему, тенденция к усилению институционального владения продолжается.

ПРИЧИНЫ ВЛАДЕНИЯ АКЦИЯМИ

В 1954 и 1959 гг. NYSE провела исследования с целью изучения вопроса о том, что люди думают о владении акциями. Несмотря на изменение условий, вероятно, многие из тех, кто покупает и держит обыкновенные акции, по-прежнему руководствуются теми же самыми причинами, которые были приведены свыше 30 лет тому назад: долгосрочный прирост капитала, дивиденды и хорошая защита от инфляции.

Основная причина, связанная с защитой от инфляции, иногда не проявляется в краткосрочном плане. Например, в период с середины 70-х до начала 80-х годов американская экономика страдала как от высокой инфляции, так и от либо неизменности, либо падения курса акций. Однако в течение длительного периода равновесие было все-таки восстановлено, и терпеливые владельцы, которые благополучно перенесли этот период, не обманулись в своих ожиданиях и с лихвой возместили свои потери на рынке, на котором наблюдалась тенденция к резкому повышению курсов в 80-х годах. Ситуация совсем не уникальная. Исчерпывающие исследования, проведенные сначала в Чикагском университете, а затем в других местах, показали, что владение обыкновенными акциями является не только одним из наиболее эффективных долгосрочных способов защиты от инфляции, но и единственным способом, обладающим такими характерными чертами, которые сделали его доступным широкому спектру инвесторов.

Норма прибыли на равновзвешенный портфель всех акций, зарегистрированных на NYSE, которым владели с конца 1925 г. до конца 1976 г., составила 9,0% в среднем в год. Норма прибыли на долгосрочные государственные

ценные бумаги за тот же период составила 3,4% в год. Расчет обоих показателей проводился в текущих ценах⁴.

Это исследование проводилось несколько раз, и в настоящее время изменения публикуются регулярно⁵. Полученные результаты остаются по-прежнему благоприятными для инвестирования в обыкновенные акции. В дополнительных исследованиях, например ежегодном исследовании финансовых и материальных активов, проводимом «Salomon Brothers», (см. табл. 1-2), было сопоставлено владение акциями с другими формами инвестирования. Отмечались периоды, когда золото, редкие монеты, некоторые виды недвижимости и даже билеты на бейсбол были лучшим объектом инвестирования по сравнению с акциями, но такие периоды обычно были кратковременными. Некоторые виды инвестиций, в особенности картины и китайский фарфор, были исключительно выгодными в течение длительных периодов, но они были недоступны для тех инвесторов, которые не имели огромных сумм денег и специальных знаний, необходимых для извлечения выгоды из этого. Подобные инвестиции также рискованны и склонны к спекулятивным повышениям цен, как и акции. Это проявилось в поразительных суммах, уплаченных прежде всего японскими коллекционерами предметов искусства за некоторые картины Ван-Гога и других художников в конце 80-х годов.

В 80-х годах многие стали относиться к жилой недвижимости как к спекулятивному инвестированию, так как цены только повышались, а временами более быстро по сравнению с другими периодами. Однако те, кто купил или построил дорогие дома в престижных районах, рассматривая их скорее как дорожающую вещь, чем место проживания, в настоящее время имеют более осторожную точку зрения на недвижимость в качестве объекта инвестирования.

Лишь немногие виды инвестиций приближаются к обыкновенным акциям по легкости инвестирования и ликвидности. При желании затраты могут быть произведены по умеренной цене и в небольших количествах. Для большей части ценных бумаг, по которым совершаются публичные сделки, легко доступна точная информация о текущих ценах. Несмотря на то что нельзя дать никаких ценовых гарантий, способность легко перевести инвестиции в наличные деньги показывает такую степень ликвидности, которая не встречается ни при каком другом виде инвестиций с сопоставимыми характеристиками. Владельцы предметов искусства, недвижимости или других инвестиций иногда вынуждены выжидать месяцы или даже годы реализации по приемлемой цене.

Следует тщательно взвешивать риск, связанный с инвестициями в акции, но он не должен ставить их в невыгодное положение при сравнении, например, с «свободными от риска» долгосрочными казначейскими обязательствами США. Нет вообще форм инвестирования без какого-либо риска. Покупатель долгосрочных казначейских обязательств США получает две гаран-

⁴ Lawrence Fisher and James H. Lorie, *A Half Century of Returns on Stocks and Bonds*. (University of Chicago Graduate School of Business, 1977), p. 1.

⁵ Roger G. Ibbotson and Rex A. Sinquefeld, *Stocks, Bonds, Bills and Inflation: The Past and The Future* (Charlottesville, VA: Financial Analysts Research Foundation, 1982), p. 36. Фактически Ибботсон и Синкьефилд установили, что норма прибыли составила 9,1% за период 1926–1981 гг.

Таблица 1-2. Финансовые и материальные активы: средние ежегодные нормы дохода *

	20 лет		10 лет		5 лет		1 год	
	Норма %	Место	Норма %	Место	Норма %	Место	Норма, %	Место
Картины старых мастеров	12,32	1	15,84	≡	23,36	1	6,53	5
Акции	11,65	≡	16,03	1	13,33	3	11,77	3
Китайский фарфор	11,59	3	8,07	5	15,12	2	3,64	8
Золото	11,50	4	-2,89	12	0,98	12	-0,73	12
Бриллианты	10,46	5	6,38	6	10,23	4	0,00	.11
Почтовые марки	10,03	6	-0,73	10	-2,43	13	-7,67	13
Облигации	9,35	7	15,15	3	9,66	5	13,20	2
Нефть	8,85	8	-5,92	13	8,50	6	20,66	1
Трехмесячные казначеские векселя	8,62	9	8,79	4	7,02	7	7,13	4
Жилье	7,27	10	4,37	7	4,55	9	4,70	7
Индекс цен на потребительские товары	6,29	11	4,30	8	4,52	10	5,04	6
Обрабатываемая земля в США	6,25	12	-1,81	11	1,28	11	2,10	9
Серебро	4,99	13	-9,27	14	-4,80	14	-18,87	14
Иностранная валюта	4,49	14	3,61	9	5,44	≡	0,24	10

* На 1 июня 1991 г. или по последней информации согласно индексу цен на потребительские товары.

Источники: Нефть — Министерство энергетики США; почтовые марки США — «Scott, Inc.»; китайский фарфор и картины старых мастеров — «Sotheby's», бриллианты — Реестр бриллиантов; жилье — Национальная ассоциация агентов по продаже недвижимости.

тии: одну — явную, другую — подразумеваемую. Министерство финансов готово платить оговоренную норму дохода, скажем, 8,5%, и возвращение основного долга при погашении. *Подразумеваемая* гарантия состоит в том, что Министерство финансов *не* будет платить инвестору 10% и не заплатит ни одного цента сверх основной суммы долга. Иными словами, безопасность имеет свою цену. Тем самым инвесторы, желающие получить более высокую доходность, могут обнаружить, что они не могут позволить себе риск неинвестирования в обыкновенные акции. «Безопасными» могут быть облигации благодаря своим инвестиционным качествам, но эти инвестиции лишь сохраняют уже накопленный капитал и приносят только скромный реальный доход. В течение более длительных периодов они не обеспечивали удовлетворительной компенсации при инфляционном снижении покупательной способности доллара. Инвестор, пытающийся увеличить, а не сохранить капитал, вынужден обращаться к обыкновенным акциям, несмотря на связанные

с ними риски. Как будет показано ниже, существуют пути снижения этих рисков, но *без* полного устранения их.

Обладание даже самыми лучшими акциями не дает никаких гарантий высокой или вообще какой-либо доходности. В течение последних лет мы стали свидетелями банкротства таких компаний, как «Johns Manville Corporation» и international Harvester*, которые в свое время входили в индекс Dow Jones для акций 30 крупнейших промышленных компаний. Проблемы, постигшие «Техасо» при попытке поглощения «Getty Oil » и «Union Carbide*» при катастрофе в индийском городе Бхопал, показывают, что инвесторы в акции должны быть бдительными и не инвестировать в компании только согласно результатам их прошлой деятельности. Тем не менее если нет гарантий от убытков, то нет и гарантий того, что инвестор не удвоит или утроит свои инвестиции при покупке обыкновенных акций сегодня. Инвесторы, которые пытаются получить прибыли выше средних, должны быть готовы принять на себя больший риск по сравнению с обычным.

ПОПУЛЯРНЫЕ АКЦИИ

Для инвесторов существует огромное разнообразие национальных эмиссий акций, среди которых он может выбирать. На конец 1990 г. насчитывалось 1741 эмиссия обыкновенных акций, зарегистрированных на NYSE, 4132 эмиссии NASDAQ и 859 эмиссий на Атех⁶. Кроме того, существуют тысячи прочих местных или региональных эмиссий, которые котируются на *биржевом Электронном бюллетене* Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Эмиссии, наиболее популярные среди инвесторов, обычно являются эмиссиями с наибольшей рыночной капитализацией и объектами наиболее активной торговли. Причины такой активности заключаются в следующем: (1) они хорошо известны инвесторам, поскольку производят признанные широкими кругами потребителей товары и услуги, и (2) крупная капитализация помогает институциональным инвесторам приобретать и продавать большие пакеты акций без разрушительных изменений в ценах.

Кроме того, ежегодный список акций, которые являются объектами наиболее активной купли-продажи на NYSE, всегда содержит эмиссии, которые не входили в аналогичный список предыдущего года. Подобные эмиссии могут получить развитие в результате драматических перемен в финансовом положении выпустивших их компаний, слияний или поглощений, иногда в результате разработки нового товара, который еще не обеспечил получение дохода, но имеет большой потенциал для этого.

В 1989 г. на NYSE наиболее активно акции выпускались следующими компаниями:

AT&T	387 071 700
IBM	336 983 600
«Техасо»	305 679 500
«General Motors»	304 873 400

⁶ NYSE Fact Book - 1991, p. 29; NASDAQ Fact Book - 1991, p. 8; American Stock Exchange Fact Book - 1991, p. 8.

«Еххоп»	271 395 700
«Union Carbide»	253 104 000
«Morris (Philip)»	242 535 300
«Eastman Kodak»	231 648 700
«USX Corporation*»	229 107 800
«Ford Motor*»	216 632 900

Список 1990 г. включал:

«Morris (Philip)»	448 780 400
AT&T	358 179 700
IBM	341 426 800
«General Electric*»	325 881 200
«Citicorp»	323 847 700
«Federal National Mortgage*»	282 286 900
«American Express*»	274 643 100
«Еххоп»	246 706 800
«General Motors*»	243 767 300
«Boeing Company*»	234 405 000

Эти списки очень похожи, однако в списке 50 самых активных за разные годы все-таки происходят различия. В некоторых случаях обычно активные эмиссии перемещаются по уровням активности, при этом они по-прежнему являются объектами активной купли-продажи. Другие эмиссии переживают беспрецедентный, но короткий взлет и редко возвращаются в список 50 крупнейших. Подобными эмиссиями списка 1990 г., которые не входили в список 1989 г., были: «Global Marine*», «Varity Corp.*», «Toys «R» Us, Limited, Inc.*» и «Tandem Computers*». В целом на 50 наиболее активных эмиссий приходилось 24% всей торговли на NYSE в 1990 г. Если список расширить до 250 крупнейших, то на них пришелся бы 61% всего оборота биржи⁷.

Несмотря на то что эмиссии NASDAQ обычно меньше по сравнению с крупнейшими эмиссиями на NYSE, объем купли-продажи возрос настолько значительно, что рыночная активность наиболее активных акций «национальной рыночной системы» впечатляет. Пятью наиболее активными эмиссиями NASDAQ в 1990 г. по обороту акций были⁸:

«MCI Communication	607 988 000
«Intel Corporaion»	473 120 000
«Oracle System Corp.»	410 385 000
«Apple Computer, Inc.»	398 958 000
«Sun Microsystems, Inc.»	363 249 000

В число пяти наиболее активных эмиссий на Атех входили⁹:

«Amdahl Corporation*»	132 800 000
«Wang Laboratories* (Class B)»	132 800 000

⁷ NYSE Fact Book - 1991, p. 14.

⁸ NASDAQ Fact Book - 1991, p. 36.

⁹ American Stock Exchange Fact Book — 1991, p. 15.

«Continental Airlines Holdings*»	116 500 000
«Magma Copper Company* (Class B)»	94 600 000
«Echo Bay Mines Ltd.*»	79 000 000

Взгляд на названия акций двух последних списков показывает четкое различие между «младшими» рынками и NYSE. Налицо преобладание эмиссий новейших, ориентированных на технологию компаний в этих списках, в особенности в системе NASDAQ, в которой *все* эмиссии включают компании, занимающиеся обработкой или передачей информации или коммуникациями. Следует проявлять осторожность, обращая слишком большое внимание на это. Некоторые из этих эмиссий со временем могут быть зарегистрированы на NYSE. В действительности, биржевая торговля внебиржевыми выпусками уже была одобрена Нью-Йоркской фондовой биржей и Комиссией по ценным бумагам и биржам, в сущности, это обратный «третий рынок». Тем не менее достаточно очевидно, что руководители некоторых технологически ориентированных компаний чувствуют себя удобнее в системе NASDAQ. Проверка происходит на рынке. Система, которая обеспечивает наилучшие условия на рынке акций, в конечном счете будет местом большинства сделок с акциями.

ВЛАДЕЛЬЦЫ ОБЛИГАЦИЙ

Не существует точных оценок числа владельцев облигаций в США. Проблема частично состоит в том, что в течение многих лет Министерство финансов США и правительственные агентства — крупные эмитенты облигаций — выпускали ценные бумаги преимущественно в сертификатах «на предъявителя», где не значилось имя владельца. Аналогично почти все муниципальные облигации продавались таким же образом, отчасти чтобы избежать расходов по найму трансфертного агента для записи изменений во владении. Федеральное законодательство запретило эмиссию ценных бумаг на предъявителя с июля 1983 г., поскольку, согласно широко распространенному мнению, они используются для «отмывания» преступных денег. Однако подобные облигации стоимостью в миллиарды долларов будут находиться в обращении еще в течение ряда лет. Корпорации также эмитируют большое количество облигаций, но в США они всегда регистрируются. Этот тип облигаций содержит фамилии и адрес владельца, официально записанные трансфертным агентом, а также фамилию владельца, напечатанную на сертификате. Еврооблигации, продаваемые американскими и другими корпорациями за границей, по-прежнему в основном выдаются на предъявителя.

Преобладающими владельцами облигаций являются институты. Частично это проистекает из традиционной юридической точки зрения, что неприкосновенность инвестированного капитала является первостепенной обязанностью *фидуциария* (лицо, которому законным образом доверено инвестирование средств в пользу другого лица). Кроме того, портфели пенсионных фондов служащих в рамках штатов и местных органов власти, благотворительных фондов университетов штатов и им подобных организаций обычно состояли из облигаций. Многие из этих учреждений не облагаются налогами

и тем самым предпочитают более высокий доход по облигациям корпораций по сравнению с доходами по ценным бумагам правительства США и местных органов власти. Несмотря на то что фидуциарные инвестиции в обыкновенные акции получили широкое распространение с 50-х годов, многие из этих портфелей по-прежнему состоят главным образом из облигаций и аналогичных долговых инструментов.

К другим крупным владельцам облигаций относятся коммерческие банки, сберегательные учреждения, компании по страхованию жизни, компании по страхованию от пожаров и несчастных случаев и инвестиционные компании. Инвестиционные компании быстро развивались в период с конца 70-х до конца 80-х годов. В настоящее время эти фонды могут предложить высокие доходы и безопасность инвестиций, которые в свое время были доступны только при вложении крупных сумм, недоступных индивидуальному инвестору и часто достигавших минимум 100 тыс. дол.

На конец 1990 г. общая сумма находившихся в обращении долговых ценных бумаг оценивалась по эмитентам следующим образом (в млрд дол.):

Министерство финансов США	2209,7
Корпорации	1506,1
Федеральные агентства	309,0

Владение этими ценными бумагами по-прежнему преимущественно институциональное. Облигации корпораций, имеющие инвестиционный класс (не ниже уровня Ваа или ВВВ), являются основными объектами инвестиций для многих пенсионных фондов и компаний по страхованию жизни. Эмиссии корпораций, имеющие более низкий класс, например «бросовые» облигации, к несчастью, пользовались особым вниманием некоторых сберегательных учреждений типа ссудо-сберегательных ассоциаций. Их ненадежный характер не был надлежащим образом оценен, что привело к банкротству многих подобных учреждений, а также некоторых страховых компаний, которые излишне надеялись на их обещанные высокие доходы в соответствии с требованиями владельцев полисов.

Суммарное владение акционерным капиталом на то же самое время составило 3196 млрд дол. Таким образом, стоимость акций составила примерно 79,4% общей суммы задолженности на рынке ценных бумаг США. Основной фактор этого явления — продолжающийся быстрый рост задолженности федерального правительства, штатов и местных органов власти. Многие инвесторы считают, что в 90-х годах рынки корпораций вновь станут «более акционерными». Это означает, что в этом десятилетии балансы корпораций будут содержать задолженность, которая значительно сократится и будет заменена новыми эмиссиями акций, чтобы стоимость акций вновь превысила стоимость задолженности.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОРПОРАЦИЙ

Анализ инвестиционных портфелей является комплексным. Консультанты по капиталовложениям, брокеры¹ и инвесторы могут потратить многие годы, постигая эти предметы. Данная глава является введением в эту интересную область и обеспечивает основу для понимания фундаментальной природы ценных бумаг, которые инвесторы могут покупать и от владения которыми они могут получить (или не получить) прибыль.

ФИНАНСЫ КОРПОРАЦИИ

Фондовый рынок является рынком ценных бумаг корпораций. Огромное число ценных бумаг, выпускаемых правительствами (иностранными, федеральным, штатов или местных органов власти), являются облигациями или похожими на них долговыми обязательствами, а не акциями, которые означают владение или *долю акционера в капитале корпорации*. Финансы корпорации неотделимы от фондового рынка. Ведь фондовый рынок — это несколько больше, чем ценовой механизм для используемых активов; это коллективная оценка текущей стоимости активов данной корпорации. Будущее может показать либо излишнюю щедрость, либо абсурдную заниженность подобных оценок. Различия в оценках относительно стоимости (или скорости) содействуют «возбуждению» рынков (или конных скачек). И все же, несмотря на все параллели, которые можно провести между инвестициями на рынке акций и азартными играми, между ними существует принципиальное отличие. Мы можем решить приятно провести день на скачках и заключать или не заключать пари в зависимости от наших желаний. Мы можем также решить, что подобное легкомыслие или даже безнравственность, с точки зрения некоторых людей, является бесполезным времяпрепровождением, и останемся дома. В любом случае на нашу жизнь это вряд ли окажет воздействие в материальном

¹ *Разговорный термин брокер используется в данной книге в том же смысле, как это делает большинство людей: это торговый агент, которые дает советы клиентам принимает их заказы. Более точным термином является зарегистрированный представитель (лицо, принимающее заказы на фондовой бирже), хотя многие фирмы используют такие термины, как делопроизводитель, ведущий дела клиентов; сотрудник, занимающийся инвестициями; брокер по инвестиционным ценным бумагам; финансовый советник или финансовый консультант.*

плане, несмотря на наше решение. Аналогичным образом мы можем принять решение об инвестировании или неинвестировании в ценные бумаги; но мы *не можем* принять решение не оплачивать наши коммунальные счета, не совершать покупки в супермаркете или не покупать бензин для наших машин. Жизнь настолько сконцентрирована вокруг товаров и услуг, предоставляемых корпорациями, что они неразрывно связаны с нашей жизнью. Если мы разбираемся в ценных бумагах и инвестировании, то мы должны немного разбираться и в финансах корпораций. Как работают корпорации? В следующих нескольких параграфах даются широкие наброски этого предмета.

Потребность в средствах

Деловая активность зависит от доступности товаров и услуг под контролем коммерческого менеджмента. Сырье, материалы и услуги, которые необходимы для производства товаров, покупаются в основном по мере необходимости. Деньги, полученные при продаже товаров, используются для оплаты дополнительного сырья, материалов и услуг при их покупке. При успешном проведении бизнеса поток средств от продаж примерно соответствует основным потребностям в средствах. Товары и услуги соединены в готовых продуктах, продажа которых обеспечивает денежные поступления. Сбор поступлений дает средства для продолжения деятельности.

Однако некоторые товары, необходимые с коммерческой точки зрения, должны составлять резерв; например, продажи требуют наличия запаса готовой продукции для осуществления поставок. Само производство этих товаров требует наличия запасов сырья и материалов. Для процесса обработки необходимы машины и оборудование, инструменты, здания и транспортное оборудование, продолжительность использования которых может растягиваться на многие годы. Почти везде продажи производятся в кредит, и некоторые поступления еще предстоит получить. Здравый смысл требует сохранения определенных сумм в виде наличных денег — всеобщей формы покупательной способности — для использования в случае возникновения неожиданных событий, потребностей или возможностей. Правильный контроль и регулирование денежных операций требуют, чтобы наличные средства сверх предполагаемых потребностей были инвестированы в приносящие доход, ликвидные ценные бумаги типа казначейских векселей. Общее размещение активов типичной корпорации США в обрабатывающей промышленности приведено в балансе в табл. 2-1².

Стоимость земли и амортизируемых основных фондов (главным образом зданий и оборудования) обычно является крупнейшей позицией в активах баланса промышленной компании. Счет зданий и оборудования уменьшен на сумму резервов на амортизационные отчисления и на истощение недр до того, как чистые инвестиции показаны в графе «итого». Эти резервы являются накоплением амортизационных отчислений компаний за прошлые периоды, которые вычтены из дохода, полученного ими от продажи товаров, произведенных на этих заводах и на этом оборудовании. Амортизационные

² U.S. Department of Commerce. *Quarterly Financial Report for Manufacturing, Mining, and Trade Corporations, Fourth Quarter, 1990* (Washington, DC, April, 1991), p. 4.

отчисления включены в цены, которые покупатели платят за продукцию производителям, для компенсации за использование этих активов в производственном процессе. На деле полная стоимость индивидуальных активов включает эти амортизационные отчисления, вычитаемые из дохода. Эксплуатация производственных мощностей требует продолжения расхода денег на покупку новых зданий, имущества и оборудования. Ежегодная потребность в этих покупках почти равняется ежегодным отчислениям, вычтенным из дохода. В среднем промышленные корпорации США имеют чистые инвестиции в здания, имущество и оборудование, равные почти половине этих статей в бухгалтерских записях. Поскольку постоянно добавляются новые статьи, а старые исчезают, все время возрастает потребность в средствах для поддержания чистых инвестиций в оборудование.

Источники средств

Запасы товаров требуют использования средств согласно показанным суммам, инвестированным в активы. Корпоративный менеджмент имеет три обычных источника средств: (1) краткосрочные кредиторы, (2) долгосрочные кредиторы и (3) владельцы, т.е. инвестированный капитал и доходы от операций.

Основные виды краткосрочных кредитов показаны в первой части раздела баланса «Обязательства и акционерный капитал» (см. табл. 2-1). Крупнейшими из них обычно являются счета по расчетам с поставщиками и торговые векселя к оплате. Поскольку большинство компаний осуществляют продажу своим покупателям на условиях кредита, они и покупки делают на подобных условиях. Почти все промышленные корпорации имеют такие коммерческие кредиты (в большинстве балансов в статье «Счета кредиторов») в своих бухгалтерских записях в любой данный момент. Дополнительный кредит может быть получен путем заимствования у таких финансовых институтов, как коммерческие банки и финансовые компании. Многие корпорации применяют методы, которые в свое время использовали преимущественно финансовые институты при выпуске краткосрочного коммерческого векселя с целью привлечения краткосрочных средств. Краткосрочный коммерческий вексель — не имеющее реального обеспечения долговое обязательство на срок до 9 месяцев — обычно обходится дешевле и имеет большую гибкость по сравнению с заимствованием в банке, но и его сопровождает ряд рисков. Роль активного использования этого вида заимствования можно было увидеть при слиянии Пенсильванской и Нью-Йоркской центральной железных дорог в «Репп Central Railroad». Оно привело к одному из классических банкротств в истории американского бизнеса. Несмотря на то что проблемы сливавшихся железных дорог были в действительности огромными, они обострились в результате излишнего использования постоянной продажи краткосрочных коммерческих векселей и расчета на то, что покупатели будут покупать новые бумаги после наступления срока погашения их текущих вложений. Когда они отказались это делать, компания оказалась банкротом, поскольку была не в состоянии выплачивать долги при погашении. Это произошло несмотря на то, что железная дорога обладала огромными активами, главным образом не-

Таблица 2-1, Балансы корпораций обрабатывающей промышленности, по размерам активов.

Позиции	Вся обрабатывающая промышленность. Активы 25 млн дол. и выше ¹				
	IV кв. 1989 г	I кв. .1990 г. ²	II кв. 1990 г. ²	III кв. 1990 г. ²	IV кв. 1990 г.
АКТИВЫ					
	(в млн дол.)				
Наличные деньги и счета до востребования в США	26 809	23 719	25 500	23 673	28 951
Срочные депозиты в США, включая свободнообращающиеся депозитные сертификаты	18 529	15 408	15 697	16 052	15 832
Депозиты за границами США	8 422	8 952	8 887	8 313	8 106
<i>Итого: наличность на руках и в банках</i>	<i>53 759</i>	<i>48 079</i>	<i>50 083</i>	<i>48 039</i>	<i>52 889</i>
Ценные бумаги Министерства финансов США:					
а. С условиями продажи согласно договору	2 142	1570	1 449	2270	1 721
б. Прочие, со сроком погашения 1 год или менее	2 885	3 459	4 215	3 678	4 459
в. Прочие, со сроком погашения более 1 года	2 701	1 761	1 732	1 623	1 662
Ценные бумаги федеральных агентств:					
а. С условиями продажи согласно договору	138	99	27	21	34
б. Прочие, со сроком погашения 1 год или менее	801	497	427	334	349
в. Прочие, со сроком погашения более 1 года	195	337	262	84	187
Коммерческие и финансовые корпорационные бумаги эмитентов США	11 709	9 538	10355	9 881	11 189
Ценные бумаги штатов и местных властей со сроком погашения 1 год или менее	4 055	3 133	3 086	3 381	8 283
Иностранные ценные бумаги со сроком погашения 1 год или менее	1 376	751	1 016	841	835
Прочие краткосрочные финансовые инвестиции, включая банковские акцепты	17 935	16 706	16 403	15 767	15 784
<i>Итого: наличность, ценные бумаги правительства США и другие ценные бумаги</i>	<i>97 696</i>	<i>85 928</i>	<i>89 054</i>	<i>85 916</i>	<i>92 392</i>

Позиции	Вся обрабатывающая промышленность. Активы 25 млн дол. и выше ¹				
	IV кв. 1989 г.	I кв. 1990 г. ²	II кв. 1990 г. ²	III кв. 1990 г. ²	IV кв. 1990 г.
Задолженность по расчетам с правительством США	28 976	28 541	29 282	28 857	25 388
Прочие счета расчетов и коммерческие векселя к получению (за вычетом скидок по сомнительной дебиторской задолженности)	279 521	273 719	282 539	292 044	281 740
Итого: дебиторская задолженность	308 497	302 260	311 821	320 900	307 128
Товарно-материальные запасы	314 905	322 796	321 267	322 369	319 600
Все прочие текущие активы	75 490	76 652	76 553	81 641	81 752
Итого: текущие активы	796 589	787 636	798 695	810 826	800 872
Изнашивающиеся и амортизируемые элементы основного капитала, включая незавершенное строительство	1277 733	1292 083	1311 761	1335 529	1335 765
Права на землю и недра	103 311	104 722	105 003	110 219	109 984
Минус: накопленная амортизация, истощение недр и амортизация	611 939	622 021	634 495	647 976	655 374
Чистая собственность, здания и сооружения, машины и оборудование	769 105	774 784	782 269	797 772	810 375
Все прочие нетекущие активы, включая инвестиции в неконсолидирован- ные предприятия, долгосрочные инвестиции, нематериальные активы и т.п.	719 800	736 293	742 769	765 823	786 430
Итого: активы	2 285 493	2 298 712	2 323 733	2 374 421	2 397 677
ПАССИВЫ И СОБСТВЕННЫЙ АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ					
Краткосрочная задолженность с первоначальным сроком погашения					
1 год или меньше:					
а. Банковские ссуды	32 515	34 634	34 426	38 554	38 458
б. Коммерческие бумаги	39 177	44 914	50 325	49 743	45 233
в. Прочая краткосрочная задолженность	13 045	15 199	13 226	11 015	11 270

Позиции	Вся обрабатывающая промышленность. Активы 25 млн дол. и выше ¹				
	IV кв. 1989 г	I кв. .1990г. ²	II кв. 1990г. ²	III кв. 1990г. ²	IV кв. 1990г.
Авансовые платежи и предоплата правительства США	43 876	46 080	47 088	46 090	42 141
Счета расчетов и коммерческие векселя к оплате	165 737	160 467	163 880	171 500	176 219
Накопленные налоги на прибыль за предыдущие и текущий годы, сальдо платежей:					
а. Федеральные	19 249	21 639	17 957	20 919	20 088
б. Прочие	6 502	6 975	6 870	6 544	6 014
Периодические фиксированные платежи, которые производятся с регулярностью раз в год или меньшей, по долгосрочной задолженности:					
а. Банковские ссуды	13 489	13 867	15 304	14 777	15 143
б. Прочая долгосрочная задолженность	23 438	19 833	22 514	22 392	27 513
Все прочие текущие обязательства, включая акцизные налоги, налог с оборота и аккумулированные непогашенные затраты	209 926	205 630	207 661	215 389	219 979
Итого: текущие обязательства	566 955	569 237	579 251	596 922	602 057
Долгосрочная задолженность (со сроком погашения свыше 1 года):					
а. Банковские ссуды	160 145	165 036	164 327	167 844	167 890
б. Прочая долгосрочная задолженность	403 352	401 097	403 975	407 411	413 863
Все прочие нетекущие обязательства, включая отсроченные подходные налоги с предшествующего периода и капитализированные арендные платежи	232 626	234 160	234 149	244 606	252 501
Участие мелких акционеров в консолидированных национальных корпорациях	8 735	9 226	9 248	9 565	9 976
Итого: пассивы	1 371 813	1 378 756	1 390 951	1 426 348	1 446 287

Позиции	Вся обрабатывающая промышленность. Активы 25 млн дол. и выше ¹				
	IV кв. 1989 г.	I кв. 1990 г. ²	II кв. 1990 г. ²	III кв. 1990 г. ²	IV кв. 1990 г.
Уставный акционерный капитал и прочий капитал	347 051	356 079	360 665	369 779	375 742
Нераспределенная прибыль	653 841	656 315	667 058	677 474	675 884
<i>Минус:</i> собственные акции компаний, которые хранятся у них, по номинальной стоимости	87 212	92 438	94 940	99 181	100 236
Собственный акционерный капитал	913 680	919 956	932 782	948 072	951 390
<i>Итого: пассивы и собственный акционерный капитал</i>	<i>2 285 493</i>	<i>2 298 712</i>	<i>2 323 733</i>	<i>2 374 421</i>	<i>2 397 677</i>
ЧИСТЫЙ ОБОРОТНЫЙ КАПИТАЛ:					
Превышение суммы текущих активов над суммой текущих пассивов	229 634	218 398	219 445	213 904	198 815

¹ Данные по кварталам 1989 г. были пересмотрены для отражения изменений в промышленной классификации, как и корректировка респондентами предоставленных данных после первоначальной публикации.

² Данные за I, II и III кварталы 1990 г. принципиально пересмотрены для отражения корректировок респондентами предоставленных данных после первоначальной публикации.

движимым имуществом. У нее плохо обстояло дело с наличностью, и она не могла оплачивать свои счета.

В 50-х и 60-х годах студентов при анализе ценных бумаг учили, что *отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам* корпорации (текущие активы, деленные на краткосрочные обязательства) должно быть не ниже 2:1, или 200%. Этот уровень ликвидности позволял сохранять значительную способность оплаты счетов, даже если крупный должник или покупатель не оплатил свою задолженность в день платежа. В настоящее время это отношение для обычных компаний в обрабатывающей промышленности составляет примерно 133% (800 872 млн дол./602 057 млн дол. на конец четвертого квартала 1990 г.). В 1982 и 1985 гг. эти показатели равнялись соответственно 168 и 152%. Имеется ряд факторов, способствующих постоянному снижению пределов безопасности. Во-первых, современные корпорации по сравнению с их предшественниками более склонны полагаться на более рискованное краткосрочное финансирование — так как они стали в меньшей степени зависеть от банков при удовлетворении своих потребностей в получении оборотного капитала. Во-вторых, более угрожающий фактор состоит в том, что многие корпорации взяли крупные суммы в счет долгосрочной задолженности во время бума по выкупу контрольных пакетов акций за счет кредита в 80-х годах. У некоторых из этих компаний очень мало наличных, которые можно использовать для потребностей в оборотном капитале, поскольку капитал требуется прежде всего для обслуживания другого долга. Еще один фактор, вероятно малозначимый сегодня, но значение которого видимо возрастет, — принятие японской системы управления запасами «точно в срок». Согласно данным табл. 2-1, запасы являются крупнейшими текущими активами. Они обычно являются наименее ликвидными текущими активами. Некоторые корпорации не располагают таким большим количеством запасов и вместо этого полагаются на поставки от поставщиков в день платежа при малых запасах. Это позволяет избежать связывания крупных сумм наличности в относительно неликвидных активах. Несмотря на потенциальную эффективность, этот метод управления запасами основан на тесной кооперации между поставщиками и потребителями. В Японии такие отношения насчитывают много лет и хорошо налажены, чему также часто способствует взаимное владение акциями. В период экономического спада это значительно повышает гибкость. В США эти связи не столь тесны. В сложном финансовом положении производитель, которому требуется немедленная поставка, но не имеющий достаточной наличности для оплаты, может натолкнуться на сопротивление своего поставщика, не желающего брать на себя риск отсрочки платежа.

Тенденция снижения отношения оборотного капитала к краткосрочным обязательствам беспокоит консервативных экономистов-аналитиков. Некогда престижные компании типа «Federated Department Stores» оказались банкротами прежде всего из-за нехватки наличных. Их репутация часто сохраняется, но временный спад в бизнесе не удастся преодолеть, как раньше. Поставщики начинают требовать оплату наличными при поставке, и, когда деньги не поступают, ухудшение положения в отрасли принимает характер цепной реакции.

Потребность в средствах балансируется их получением на долгосрочной основе. Эти средства могут принимать форму ссуд или акционерного капитала. Долгосрочные кредиты можно получать в банках или других финансовых учреждениях, но настоящие долгосрочные банковские ссуды, например на 15 или 20 лет, стали редкостью. Когда кредитор является индивидуальным инвестором или небанковским институциональным инвестором типа пенсионного фонда, страховой компании или инвестиционной компании, ссуда обычно принимает форму обращающейся облигации, которая может и не быть полностью выплачена в течение 20 и более лет. В 70-х годах заимствования корпораций значительно возросли по сравнению с финансированием путем выпуска новых акций, вероятно, в результате того, что фондовый рынок не был особенно привлекательным для инвесторов в течение большей части этого периода. Например, IBM никогда не прибегала к заимствованию на долгосрочном рынке государственных ценных бумаг до тех пор, пока не продала в 1979 г. векселей и долговых обязательств на 1 млрд дол.

Тенденция к росту долгосрочной задолженности резко усилилась в 80-х годах. Во-первых, наблюдалось усиление процесса выкупа контрольного пакета акций за счет кредита, иногда по инициативе руководства корпорации, а иногда в качестве ответа руководства компании на угрозу ее поглощения со стороны аутсайдеров. Во-вторых, создавалось ощущение, что повышение доли заемных средств могло значительно увеличить доходы при ограниченном риске, что в лучшем случае стало ошибочным прогнозом. В целом в 80-х годах был выкуплен акционерный капитал корпораций примерно на 460 млрд дол. Несмотря на то что часть этого выкупа стала результатом программ выкупа акций за счет доходов или нераспределенной прибыли, его основная часть была заменена финансированием путем получения займов, значительная доля которых была не надежными, а именно «бросовыми» облигациями. Преодоление этой структуры задолженности с преобладанием заемных средств над собственными останется в повестке дня 90-х годов.

Инвестиции владельцев, собственный капитал корпораций являются долгосрочными, это само предпринимательство — первейший источник средств для привлечения при формировании бизнеса и последний по очередности для выплаты при ликвидации. Совокупный собственный капитал (акционерный капитал и нераспределенная прибыль) сокращался относительно задолженности в качестве источника средств для предпринимательства в течение многих лет. Если соотнести собственный капитал с долгосрочной задолженностью (общая задолженность за вычетом краткосрочных обязательств), то показатель составит около 53% (1 795 620 млн дол./951 390 млн дол.). В 1962 г. акционерный капитал составлял почти 65% от этих средств. Это изменение в активах баланса по меньшей мере тревожит в силу уже указанного падения ликвидности. Действительно, многие иностранные компании, прежде всего японские фирмы, обычно полагаются на заемные средства в большей степени, чем фирмы США. Также верно, что дополнительное финансирование путем выпуска новых акций стало более обычным явлением в 90-х годах, а в 1991 г. был достигнут рекордный уровень предложения новых акций, включая новую эмиссию в объеме 40 250 тыс. акций «Chrysler Corporation» — ее первую новую эмиссию акций за многие годы. Многие наблюдате-

ли считают, что 90-е годы станут годами повышения удельного веса собственного капитала корпораций, которые слишком активно использовали заемный капитал в 80-х годах. Для некоторых из них это необходимо. Традиционные кредиторы — банки и страховые компании — не имеют желания или просто не могут выдавать кредиты так, как они это делали в свое время. Тенденция к усилению роли заимствования может замедлиться. Хорошо, если это произойдет. Американские корпорации заложили свое будущее кредиторам вместо того, чтобы финансировать рост с использованием более консервативных средств типа владения акциями.

Действительно, исторический успех американского капитализма был в основном обеспечен благодаря усилиям рисковавших предпринимателей: от Эндру Карнеги и Генри Форда до Уильяма Гейтса, основателя «Microsoft Corporation», или Стивена Джобса и Стивена Возняка, создателей «Apple Computers». Несмотря на то что кредиторы могли предоставить значительную часть средств, необходимых для начала деятельности подобных рискованных предприятий, сама природа этих кредиторов делает их менее созидательными по сравнению с теми, кому они предоставили кредиты. Искусные схемы финансирования редко приводят к появлению новых товаров и услуг и служат толчком к процветанию и росту новых отраслей. Когда разработка новых финансовых инструментов и методов становится для корпорации важнее, как, например, электрического или химического машиностроения, такая компания часто испытывает затруднения.

Финансовая политика корпораций

Главная проблема управления финансовой деятельностью корпорации состоит в определении объемов и видов использования долгосрочных ценных бумаг и краткосрочного заимствования. Кроме того, сюда же относится вопрос о соотношении между задолженностью и акционерным капиталом. Действия, предпринятые руководством, влияют на владельца акций, но обычно у владельца акций не остается ничего другого, кроме продажи акций, если он не согласен с этими действиями. С точки зрения руководства корпорации, задолженность увеличивает риск, но в то же время повышает контроль и доход. Увеличение акционерного капитала понижает доходы и контроль со стороны руководства, но в то же время сокращает риск.

В определенных случаях соотношение задолженности и акционерного капитала становится слишком рискованным при дальнейшем увеличении задолженности. В стабильных отраслях часть капитала, приходящаяся на задолженность, может быть относительно велика. В свое время коммерческие банки и ссудо-сберегательные ассоциации считались стабильными институтами. Их деятельность приносила прибыль, но не была особенно динамичной: деньги привлекались посредством депозитов по более низкой процентной ставке, чем они выдавались заемщикам, и кредиторы получали прибыль на этой разнице. До тех пор пока заемщики выплачивали свои ссуды в оговоренный срок, для этих институтов имело смысл расширять активы (ссуды) для увеличения своих прибылей. Их финансовая база обычно увеличивалась путем заимствования для укрепления возросших активов. Последовавшие пробле-

мы с прекращением платежей заемщиков из развивающихся стран, резкое падение стоимости недвижимости в США, которая обеспечивала их ипотечные ссуды, инвестиции в «бросовые» облигации, а также экономический спад превратили многие подобные национальные институты в неплатежеспособные или вынудили слиться в принудительном порядке.

Коммунальные предприятия прибегают к заимствованию крупных сумм из-за их больших потребностей в капитале для осуществления строительства. Благодаря их монопольному (или квазимонопольному) положению подобные займы обычно не считаются рискованными. Несмотря на регулирование со стороны властей штата, они также действуют в такой среде, которая позволяет им предоставлять свои услуги, не испытывая значительной конкуренции, и получать приемлемую норму прибыли на инвестированный капитал. Однако строительство и эксплуатация атомных электростанций создали серьезные финансовые проблемы для ряда из них, в том числе «Long Island Lighting*», «General Public Utilities*» (владелец Three-Mile Island) и «Public Service of New Hampshire». В связи с повышением экологических опасений большинство коммунальных предприятий, вероятно, столкнется с более жестким регулированием и повышением расходов по займам.

Другие компании решили увеличить удельный вес заимствования в структуре своего капитала выше уровня, который считается нормальным для данной отрасли. В некоторых случаях такое решение явилось результатом политики руководства фирмы, направленной на обратное превращение компании с открыто обращающимися акциями в ограниченную частную собственность путем выкупа контрольного пакета акций за счет кредита. Были заимствованы крупные суммы в виде банковских кредитов, а также в инвестиционных компаниях или у населения путем эмиссии долговых обязательств с низкой степенью надежности или «бросовых» облигаций. В других случаях компании были вовлечены в острую борьбу при попытке захвата контроля над компанией со стороны скупщиков ее акций путем приобретения ее активов, оцененных ниже действительной стоимости. В обеих ситуациях некоторые компании добились успеха: наиболее известны случаи с «Walt Disney Productions*», «RJR Nabisco*» и «Safeway Stores*». Было также несколько случаев значительного повышения удельного веса заемных средств компаниями с ранее надежным бизнесом. Неудачи привели к банкротству фирм с такими широко известными названиями, как «Jim Walter Corporation*», «Revco Drug Stores*», «Federated Department Stores*» и «Southland Corporation*». В случаях когда компании удавалось успешно отбиться от нежелательного «ухажера», бремя задолженности, возникшей в процессе отражения нападения, снижало ее прежнюю конкурентоспособность. В этой категории фирм можно назвать две: «Phillips Petroleum» и «Unocal» («Union Oil of California*»).

Рассмотрение этих различных ситуаций показывает не только, что использование заемного капитала опасно само по себе, но и то, что инвесторы должны внимательно оценивать действия руководства фирм. Высококачественные акции в надежный бизнес могут превратиться в очень ненадежные акции, когда собственный капитал замещается излишней задолженностью.

При успешном ведении дела есть другой важнейший источник средств — покупатель. По мере того как покупатели платят за свои покупки, они обес-

печивают средства в объеме, превышающем текущие потребности для производства этих товаров. Заработанные в свое время средства становятся частью акционерного капитала, т.е. частью чистой стоимости компании. Руководство ее должно впоследствии решить: либо удерживать эту прибыль для реинвестиций, либо выплатить часть прибыли в форме дивидендов.

Если руководство фирмы примет решение, что ее рост может финансироваться наиболее эффективным образом путем использования внутренних накоплений, то оно или будет выплачивать акционерам небольшие суммы дивидендов в виде наличных, или вообще не будет ничего платить. Некоторые компании, случаи с ростом акционерного капитала которых считаются классическими в истории рынка США — «Avon Products*», «Polaroid», «Хегох» и IBM, — выплачивали владельцам их акций очень незначительные дивиденды наличными в период их самого крупного роста. Инвесторы казались довольными постоянно растущими доходами на акцию и, по-видимому, постоянно повышающимися котировками акций. Некоторые фирмы продолжают проводить эту же политику даже после замедления темпов их роста. Некоторые типичные фавориты с точки зрения роста в начале 90-х годов (например, «Wal-Mart», «Apple Computer*» и «U.S. Surgical*») по-прежнему придерживаются политики низких дивидендов. Некоторые из этих компаний могут иногда «вознаградить*» владельцев акций дивидендом, выплаченным акциями, или дроблением акций, попросту разделяющим акции на их большее число по более низким ценам, но весьма редко выплачивают дивиденды наличными, которые могли бы составить доход по акциям свыше 1 или 2%.

Многие зрелые компании предпочитают привлекать большую часть своих новых средств путем новых эмиссий ценных бумаг. Покупатели этих новых ценных бумаг в качестве либо заемных средств, либо акционерного капитала обычно ищут более постоянных и прогнозируемых доходов, а не простого повышения цены. Эту стратегию обычно осуществляли дочерние компании бывшей AT&T, крупные нефтяные компании и другие корпорации с наиболее популярными акциями, имеющими высокий курс. Даже IBM — образец долгосрочного роста акционерного капитала — стала регулярно посещать рынки капиталов после того, как ее темпы роста стали менее впечатляющими для инвесторов.

Таким образом, руководству корпораций необходимо определить (1) суммы средств, которые должны быть инвестированы в активы для успешной деятельности, (2) источники, где можно получить эти средства, и (3) политику распоряжения внутренними накоплениями. Эти решения включают концепции риска, дохода и контроля. Несмотря на то что в теории руководство фирмы и владельцы, а именно владельцы акций, принимают эти решения совместно, на практике руководство компании принимает их по своему усмотрению. Владелец акций на практике принимает участие только в случае банкротства. Далее рассмотрим различные виды ценных бумаг, которые руководство корпорации может выбрать с целью их использования при осуществлении стратегии корпорации.

ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ

Сущность

Все корпорации выпускают обыкновенные акции. Это первая ценная бумага, которая выпускается, и последняя, которая погашается. Обыкновенные акции представляют главную собственность корпорации и являются важнейшим средством контроля над управлением. Они предъявляются в последнюю очередь при заявлении права на доходы; все другие ценные бумаги должны быть оплачены ранее. Аналогично обыкновенные акции имеют последнюю очередность в требованиях к активам в случае ликвидации. Если компания объявляется банкротом, держатели ценных бумаг с более высоким приоритетом, например облигаций, будут иметь преимущественные права на остающиеся активы. И если подобные кредиторы получают менее 100 центов на один доллар, то владельцы обыкновенных акций почти наверняка не смогут вернуть ничего из своих инвестиций, за исключением, возможно, нескольких акций в реорганизованной корпорации — правопреемнике.

Номинальная стоимость

Обыкновенная акция может иметь *номинальную* или *установленную стоимость*. В настоящее время эти термины являются бухгалтерскими и не имеют практического значения для инвестора. С исторической точки зрения предполагалось, что активы корпорации были своего рода трастовым фондом, которые должны были охраняться руководством, а номинальная стоимость отражала величину этих средств. Это уже давно не актуально, и номинальная стоимость жестко устанавливается на таких уровнях, как 10 центов, $1\frac{2}{3}$ доллара или даже «без номинала». Среди прочих причин появления низких номиналов акций или их отсутствия — практика взимания в некоторых штатах сборов с корпораций в зависимости от номинальной стоимости зарегистрированных акций. Таким образом, сборы могут быть снижены до минимального уровня путем назначения низкой номинальной стоимости.

Балансовая стоимость

Ее можно определить как установленную стоимость активов на каждую акцию и рассчитать путем сложения трех счетов владельцев обыкновенных акций, имеющих в балансе, — номинальной стоимости, резервного капитала и нераспределенной прибыли — за вычетом любых «нематериальных активов» и деления суммы на число акций, находящихся в обращении. (В табл. 2-1 номинальная стоимость и резервный капитал находятся в единой позиции — «акционерный капитал и прочий капитал».)

Значение балансовой стоимости является предметом дискуссии. С одной стороны, активы корпорации в балансе приводятся по их стоимости за вычетом налоговых скидок на амортизацию. Исходя из этих цифр, невозможно что-либо сказать о восстановительной стоимости этих активов или суммы выручки при их возможной продаже. С другой стороны, большинство корпо-

раций испытывают озабоченность по поводу неопределенного срока их службы. Таким образом, для инвестора мало вероятно получить когда-либо балансовую стоимость в виде наличных, хотя ему может быть и приятно знать, что за каждой акцией находятся значительные активы. Конечно, иногда корпорации ликвидируются добровольно, и в этих случаях инвестор, который купил акции по рыночной цене ниже балансовой стоимости, мог бы получить значительную прибыль при условии, что активы были проданы по цене, близкой к балансовой стоимости или несколько выше ее. Некоторые специалисты по ценным бумагам, в особенности последователи Грэхема и Додда, используют балансовую стоимость в качестве одного из показателей при определении подлинной стоимости ценных бумаг. Балансовая стоимость в расчете на одну акцию корпорации может иметь некоторое значение либо для терпеливого долгосрочного инвестора, который считает, что стоимость в конечном счете будет иметь решающее значение, либо для спекулянта, который считает, что некий скупщик может обнаружить, что у этой корпорации рыночная цена значительно ниже остаточной стоимости ее активов. Однако типичному инвестору было бы лучше посоветовать изучить доходы на акцию, политику выплаты дивидендов и ликвидность для формирования рациональной основы для инвестирования капитала.

В табл. 2-2 сопоставляется номинальная, балансовая и рыночная стоимость нескольких хорошо известных компаний и показывается весьма низкая корреляция между ними.

Таблица 2-2. Сопоставление номинальной, балансовой и рыночной стоимостей

Корпорация	Номинальная стоимость, в дол.	Балансовая стоимость (примерная), в дол.	Рыночная цена (июнь 1990 г.— июнь 1991 г.)
AT&T	1,00	14,95	44 ⁷ / ₈ - 29
«McDonald's»	нет	12,90	38 ¹ / ₂ - 25
«DuPont»	0,60	25,45	48 ⁵ / ₈ - 31 ³ / ₈
«Эххон»	нет	28,05	61 ³ / ₈ - 46 ³ / ₄
«General Motors»	1 ² / ₃	48,30	50 ⁷ / ₄ - 30 ³ / ₈
IBM	174	74,96	139 ³ / ₄ - 96 ⁷ / ₄

Разновидности обыкновенных акций, различающиеся по статусу

Инвесторы иногда встречаются с разновидностями обыкновенных акций, различающимися по статусу, часто в виде акций класса «А» или «Б». Различие между ними состоит в правах голосования, однако единообразного отличия не существует и каждую эмиссию надо изучать отдельно от других.

Например, «Ford Motor Сотрапу» имеет 470 980 835 обыкновенных акций, находящихся в обращении. Примерно 35,4 млн акций являются акция-

ми класса «Б», принадлежащими высшим должностным лицам, директорам и членам семейства Форд. Эти акции класса «Б» невозможно купить на открытом публичном рынке. Интересный аспект этих акций состоит в том, что они контролируют 40% голосов на выборах уполномоченных лиц компании, хотя они составляют всего 9% акций, находящихся в обращении. Поэтому неудивительно, что члены семейства Форд регулярно оказываются среди избираемых членов директората и на других контролирующих должностях по причинам, исключаящим чистую сентиментальность.

Несколько иным примером является ведущая пивоваренная компания «Adolph Coors Соплрапу», акции которой обращаются в NASDAQ. Семейство Коре владеет всеми 1,26 млн акциями класса «А» (участвующими в голосовании) и примерно 54% из 36 144 667 акций класса «Б», которые могут быть приобретены любым инвестором. Тем самым семейство сохраняет абсолютный контроль над голосованием, но в то же время смогло привлечь значительную сумму наличных денег в результате публичной продажи акций класса «Б».

Уникальная ситуация возникла, когда «General Motors» в 1984 и 1985 гг. сделала два крупных приобретения, купив принадлежавшую государству «Electronic Data Systems» и находившуюся в частном владении «Hughes Aircraft». Вместо эмиссии более привычных обыкновенных акций «General Motors» создала два новых класса обыкновенных акций — соответственно Class E и Class H. Несмотря на то что каждый из них является частью капитализации обыкновенных акций, находящихся в обращении, показатели деятельности и норма дивидендов каждого класса привязаны к результатам деятельности новых отделений компании, созданных в результате поглощений. Каждый класс акций имеет свои собственные права голоса и отдельные расчеты дохода на акцию. Колебания цен за 52 недели, оканчивавшиеся 4 октября 1991 г., составили: GM (обычные акции) — $44 \frac{3}{8}$ "30 $\frac{3}{8}$, ежегодный дивиденд — 1,60 дол.; Class E — $52 \frac{1}{4}$ - $31 \frac{1}{4}$, ежегодный дивиденд — 0,64 дол.; Class H — 21-1674, ежегодный дивиденд — 0,72 дол.

В течение многих лет NYSE не регистрировала обыкновенные акции, не дающие права голоса. Это поставило эту биржу в невыгодное положение в конкуренции в области регистрации новых ценных бумаг с Атех и системой NASDAQ, которые применяли менее жесткие нормы. Кроме того, Комиссия по ценным бумагам и биржам предложила правило «одна акция — один голос» для акций, предлагаемых для публичной купли-продажи, когда она поняла, что изменения структуры капитала компаний, связанные с фондовым рынком конца 80-х годов, могут привести к лишению льгот владельцев акций. Некоторые корпорации внесли в свои уставы оговорки по «отпугиванию акул», которые позволяли создавать новые акции с более весомыми правами голосования при условии, если скупщик акций смог приобрести определенное количество акций. Цель этих оговорок в уставе состояла в том, чтобы не дать возможности скупщику акций приобрести контроль над компанией, если он приобрел более 50% акций, выпущенных в обращение, но еще не смог контролировать более 50% голосов. Сегодня это предложение остается в том же виде, однако NYSE допустила к регистрации 99 021 938 акций без права голоса компании «Riders Digest Assotiation», ставшей в последние годы одной из самых престижных в листинге. Все 20 410 642 акции, имеющие право

голоса, принадлежат «Wallace Funds» — доверительным фондам, созданным основателем «Digest».

Концепция «одна акция — один голос», возможно, изжила себя. Несмотря на то что она защищает права существующих владельцев акций, значительно изменились обстоятельства, вызвавшие упомянутое предложение. Кроме того, сохраняются проблемы с выбором инвесторов и управленческим контролем. Еще ни одного инвестора не заставляли покупать безголосые акции против его воли. Новые корпорации, которые имели намерение продать ограниченное количество безголосых акций населению, напротив, стремились оставаться в частном владении и избежать ограничений, введенных Комиссией по ценным бумагам и биржам и другими организациями. В настоящее время существует лишь относительно небольшое количество безголосых акций, и, пока не ожидается значительных покупок, инвестор при принятии решений по инвестициям может, вероятно, основываться в большинстве случаев на факторах, которые не связаны с правом голоса.

Дробление акций

Дробление акций, или сплит, происходит, когда компания делит свои акции. Например, корпорация, выпустившая в обращение 5 млн акций, может увеличить их число до 10 млн путем дробления одной акции на две. Дробление акций не оказывает воздействия на чистую стоимость компании или стоимость инвестиций владельца акций. Оно скорее распределяет владение над большим количеством акций. Например, владелец 100 акций номиналом по 50 центов станет владеть 200 акциями по 25 центов после дробления акций в соотношении 2:1. Обычными причинами дробления акций являются понижение цен на них, а также расширение владения. Последняя причина может оказаться необходимой для регистрации на бирже.

Исторический опыт свидетельствует о том, что инвесторы предпочитали акции с низкими ценами. А вот акции IBM, например, обычно продавались по высоким ценам. До дробления акций в 1979 г. в соотношении 4:1 каждая акция продавалась примерно по 350 дол. По такой цене индивидуальный инвестор, имевший 9 тыс. дол., мог купить только *неполный лот* (термин, обозначающий покупку партий акций, включающих менее 100 штук, которые являются стандартной единицей сделок), состоявший из 25 акций. Типичный инвестор обычно предпочел бы купить 200 или 300 акций на ту же сумму с учетом того, что повышение котировок на 4 или 5 пунктов означает несколько сотен долларов дохода, в то время как повышение на 10 пунктов для 25 акций приносит доход лишь в 250 дол. На самом деле, многие экономисты-аналитики считали, что решение IBM обосновывалось главным образом желанием повысить популярность акций среди средних инвесторов и тем самым уменьшить доминирование институтов в торговле ее акциями.

Несмотря на то что дробление акций само по себе является чисто бухгалтерской сделкой, оно обычно приводит на рынке к повышению курсов. С одной стороны, нормы дивидендов часто одновременно повышаются таким образом, что ставка в 1 дол. на акцию могла бы, например, превратить-

ся в 54 цента на акцию после дробления в соотношении 2:1. Кроме того, понижение цены на акции ведет к росту ее «финансовой поддержки». Брокеры и экономисты-аналитики, вероятно, будут обращать больше внимания на товары, которые лучше продаются. Независимо от привлекательности акции, стоящей 400 дол., брокеры знают, что их типичные клиенты вряд ли будут заинтересованы в покупке неполных лотов и приобретут что-нибудь другое.

Растущие компании могут дробить акции с целью диффузии собственности и в конечном счете регистрации на бирже. Правила NYSE требуют, чтобы не менее 1 млн акций находилось на руках населения до регистрации, а также наличия не менее 2 тыс. владельцев со 100 акциями и более. Требования для регистрации на Атех несколько менее жесткие.

Обратные сплиты, ведущие к *сокращению* числа акций, встречаются реже по сравнению с дроблением акций. Обычной причиной подобных обратных сплитов является повышение цены акции. В особенности NYSE не одобряет непрерывную регистрацию акций с хронически низкой ценой, поскольку это ведет к привлечению либо спекулянтов, приобретающих крупные пакеты акций в надежде на относительно небольшое изменение в котировках, либо начинающих инвесторов, имеющих всего несколько сотен долларов, которые надеются быстро удвоить или утроить свое участие.

Стратегия выплаты дивидендов

Дивиденды, выплачиваемые владельцам обыкновенных акций, могут иметь решающее значение для принятия инвестиционных решений. Политика выплаты дивидендов, принятая корпорацией, является отражением множества факторов. Среди них положение с наличностью, перспективы роста, стабильность доходов, потребности расходования капитала и репутация надежности. В целом более старые и зрелые компании обычно проявляют большую щедрость в платежах наличными, в то время как более молодые компании более склонны платить небольшие дивиденды наличными, сберегая основную часть своих доходов и поступления наличных для реинвестиций в расширение бизнеса.

Рынок ведет себя зачастую противоречиво в вопросах ожиданий дивидендов и того, что они означают относительно рыночных цен. В 60-х годах инвесторы старались не платить наличными и уделяли внимание почти исключительно повышению цен. По популярным акциям того времени («Syntex», «Хегох», «Polaroid» и прочих 50 самых популярных акций) выплачивались небольшие дивиденды наличными, или их не было вовсе. Однако инвесторы сконцентрировались на быстром, предсказуемом росте доходов на акцию, которые быстро переводились в повышение цен. С другой стороны, наиболее популярные акции, имевшие высокий курс и входившие в индекс Dow Jones, в основном игнорировались до тех пор, пока они также не начали демонстрировать явные характеристики роста, причем это произошло у немногих: «Sears Roebuck», «Procter & Gamble» и «Eastman Kodak».

Крах спекулятивного рынка, на котором наблюдалась тенденция к повышению курсов, в 1969 г. привел к переоценке инвестиционных стратегий. Предпочтение хороших текущих доходов и регулярные выплаты дивидендов

вновь вошли в моду в 80-х годах. Потенциальный рост и дивиденды в некотором неопределенном будущем стали значить меньше, чем наличные в кармане. Рынок в начале 90-х годов > похоже, стал еще менее сбалансированным. Рост еще не соответствует своему статусу прежних лет, наблюдается несколько скептическое отношение к классическим эмиссиям наиболее популярных акций, имеющих высокий курс, некоторым из них не удалось добиться результатов, ожидавшихся рынком в течение длительного времени. Несмотря на то что потенциал будущих доходов обычно соответствует цене с надбавкой, надежные выплаты дивидендов больше не считаются неинтересными.

Таким образом, дивиденды являются важным, но не единственным фактором при принятии инвестиционных решений. К компании, выплачивающей скромный, **но** регулярно увеличивающийся дивиденд, относятся более благосклонно, чем к неустойчивому плательщику случайных крупных сумм. Компании, которые подобно большинству коммунальных предприятий выплачивают половину (или больше) своего чистого дохода дивидендами в виде наличных, вряд ли смогут продемонстрировать большой рост. Некоторые же корпорации выплачивают настолько минимальные дивиденды, что лишь немногие решают приобрести их акции при отсутствии других убедительных причин. Рассмотрим «McDonald's Corporation», ежегодный дивиденд которой составляет лишь 37 центов на акцию при цене примерно 35 дол. (на октябрь 1991 г.), доход — около 1,1%. Однако если инвестор приобрел 100 акций за 2500 дол. в 1965 г., эти акции благодаря дроблениям и реинвестициям к 30 июня 1991 г. превратились бы в 18 590 акций стоимостью свыше 600 тыс. дол. Иными словами, инвестор не может получить свое обоими способами. Инвестиционное решение должно опираться либо на рост, либо на дивиденды. Можно получить понемногу от того и другого в одной компании, но попытка получить в большом количестве двумя способами одновременно по одной акции нереалистична.

Дивиденды, выплаченные акциями

Вместо выплаты дивидендов наличными корпорации могут выплатить дивиденды в виде дополнительных акций. Как мы уже отмечали, дивиденды наличными выплачиваются из текущих доходов. Время от времени корпорации могут выплатить дивиденд в квартале, когда дивиденд еще в действительности не заработан, иногда даже при сообщении в отчете об убытках. Вероятно, в подобных обстоятельствах руководство более озабочено репутацией корпорации в качестве надежного поставщика дивидендов, чем сокращением нераспределенной прибыли, из которой должны быть совершены подобные незаработанные платежи. Естественно, эта практика не может часто повторяться без того, чтобы нанести ущерб финансовому положению компании, но это не приводит к большому вреду, если делается в период кратковременного снижения доходов.

Дивиденды, выплаченные акциями, обычно считаются капитализацией прибыли компании, поскольку счет прибыли сокращается, а счет обыкновенных акций увеличивается на ту же сумму. В действительности колода карт перемешивается, но активы и чистая стоимость остаются прежними. При всех практических целях дивиденд, выплаченный акциями, и дробление ак-

ций приводят к одному и тому же результату: большему количеству выпущенных акций по более низкой цене.

Владелец акций извлекает одно преимущество из дивиденда, выплаченного акциями, в отличие от дивиденда, выплаченного наличными. Дивиденд, выплаченный акциями, как и дробление акций, сокращает издержки на одну акцию для владельца и отсрочивает налогообложение до момента продажи акций, в то время как дивиденд, выплаченный наличными, облагается налогом в год его выплаты. Например, инвестор, который первоначально купил 100 акций по цене 60 дол. и затем получил дивиденд, выплаченный акциями, в размере 50%, снижает свои издержки до 40 дол. и владеет впоследствии 150 акциями. Любая продажа этих акций по цене свыше 40 дол. даст рост стоимости капитала, облагаемого налогом.

Размещение других форм собственности, таких, как акции в другой компании, встречается значительно реже по сравнению с дивидендами, выплаченными наличными или акциями, но его можно наблюдать время от времени. Чаще оно называется передачей части активов вновь образуемой дочерней компании и обычно включает акции другой корпорации, часто полностью или частично принадлежащей дочерней компании, которая больше не соответствует долгосрочной стратегии материнской компании.

Передача акций

Сертификаты акций, выпущенные корпорацией, представляют число акций, принадлежащих их владельцу. Эти сертификаты могут быть выпущены на любое целое число и являются свидетельством собственности. В США все сертификаты акций *регистрируются*, что означает впечатывание фамилий владельцев в сертификат и запись их трансфертным агентом, который работает на эмитента.

После совершения покупки трансфертный агент регистрирует изменение собственности в день расчетов по сделке. Обычно это пять рабочих дней после даты покупки. Трансфертный агент — обычно это коммерческий банк, но иногда это может быть и сама корпорация-эмитент — аннулирует сертификат, сданный продавцом, и выдает новый сертификат на фамилию покупателя. Это изменение собственности подтверждается «регистратором акций» — другим банком, который проверяет работу трансфертного агента с целью удостовериться, что аннулирование сопровождается каждой выдачей таким образом, чтобы корпорация не выпустила больше акций по сравнению с количеством, которое может быть в обращении в любой момент. В должное время, обычно через несколько недель после покупки, новый владелец получает свой сертификат, если такой требуется. Расходы по трансферу несет эмитирующая компания.

В действительности нет никакой необходимости в акционерных сертификатах в физическом выражении, однако американские инвесторы, как представляется, привержены им. Токийская фондовая биржа фактически отменила акционерные сертификаты, заменив их занесением в компьютеры. Министерство финансов США не печатало казначейские векселя в течение многих лет и действительно прекратило эмиссию передаваемых векселей или серти-

фикатов облигаций в июне 1986 г. Похоже, что акционерный сертификат в физическом виде идет в конечном счете путем казначейских векселей.

АКЦИИ, ВЫПУЩЕННЫЕ И ЗАТЕМ ВНОВЬ КУПЛЕННЫЕ ЭМИТЕНТОМ

Средний инвестор мало интересуется акциями, выпущенными и затем вновь купленными корпорацией-эмитентом, и может даже не знать об их существовании. Это акции, которые в свое время были публично проданы, но впоследствии были вновь куплены корпорацией, обычно на открытом рынке, но иногда путем предложения о приобретении. Они не имеют права голоса, не дают дивидендов и не используются при расчетах доходов на акцию. Корпорация может использовать их для системы бонусов в форме акций, вновь продать их населению или использовать их в качестве средства приобретения активов другой корпорации путем предложения о приобретении через обмен акциями. Например, в 70-х годах рыночные котировки акций многих корпораций упали ниже уровня балансовой стоимости. Таким образом стало возможным для компании приобрести активов на один доллар, заплатив менее одного доллара. Многие корпорации в 1985—1986 гг. объявили о программах крупных выкупов акций. Ведущими среди них были «МегШ Lynch» и IBM. Несмотря на маловероятность того, что IBM опасается скупки своих акций каким-либо рыночным спекулянтom (вряд ли у кого-то есть наличные деньги в сумме 94 млрд дол.), многие другие корпорации хотят помешать достижению целей финансистов, которые рассчитывают, что некоторые компании стоят больше в «мертвом» виде, чем в «живом». Это означает, что когда контроль захвачен, скупщик акций, который почти не имеет представления о деятельности существующей компании и мало заботится о ней, вероятно, может продать ее активы конкурентам по частям. Путем накопления большого количества акций, выпущенных и затем вновь купленных эмитентом, руководители корпорации в большей степени контролируют акционерный капитал, поскольку эти акции не могут быть использованы для голосования против них.

Качество инвестиций

Много лет тому назад, как об этом упоминалось в более ранних изданиях этой книги, проходила большая дискуссия о том, можно ли вообще рассматривать покупку обыкновенных акций в качестве инвестиций. Согласно преобладавшему мнению, настоящими инвестициями были облигации, поскольку они обещали возврат основной суммы. Риски, неотделимые от покупки акций, придавали им спекулятивный характер разной степени. Трасовые договоры и различные формы законодательства о фидуциариях усложняли большинству институтов покупку акций или перекладывали подобную ответственность на доверенное лицо при неудаче с подобными инвестициями. Поэтому лишь немногие брали на себя риск последствий.

Однако, как часто бывает, закон значительно отстает от реальной жизни. Основанный на прецеденте, закон трудно приспособляется к новым про-

цессам или знаниям. Инвесторы, доверяющие облигациям, игнорировали изменение реальности стоимости денег во времени. Особенно в периоды инфляции, которых было много в нашей истории, считавшиеся надежными инвестиции в облигации возвращались при погашении в виде основной суммы, которая была намного меньше по покупательной способности по сравнению с той же суммой, инвестированной 10 или 20 годами ранее. Однако более рискованные инвесторы в акции зачастую осуществляют инвестиции таким образом, что это компенсирует снижение покупательной способности доллара.

Поэтому здесь стоит рассмотреть различия между инвестициями и спекуляцией. В общем смысле инвестиции могут быть осуществлены путем приобретения ценных бумаг на средства, которые могут принести доход в денежном выражении при возврате средств в большей сумме по сравнению с размещенными средствами. В этом смысле спекуляция является лишь разновидностью инвестиций, при которых реальный доход может значительно отличаться от ожидаемого дохода. Если они рассматриваются как отдельные формы вложения капитала или денег с целью получения дохода, разница между ними могла бы считаться лишь качественной без наличия четкой «демаркационной» линии. Некоторые даже неправильно употребляют слово «инвестиции», применяя его к любой значительной покупке. Эта практика активно поощряется рекламными средствами информации для оправдания расходов. Например, можно услышать о ком-то, кто *осуществляет инвестиции* в новую автомашину или стереосистему. Почти по всем стандартам это не является реальными инвестициями, поскольку единственными доходами здесь могут быть психологические. Иногда при крутой инфляционной спирали стоимость материальных активов может повышаться, но это происходит не из-за дефицита, а потому, что издержки его замещения при выбытии повышаются еще быстрее. В подобных случаях может быть получен некоторый реальный доход в денежном выражении, хотя это не главное, поскольку соотношение приобретения активов стоит на первом месте.

Точно указать отличие инвестиций от спекуляции нелегко. Использование понятия «инвестиция» в обычном финансовом смысле означает, что надежность размещения основной суммы стоит на первом месте, а инвестор ищет наивысшую норму прибыли, соразмерную этой надежности. Спекулянта больше интересует потенциал прибыли, и он готов подвергнуть основную сумму большому риску с целью получения большей прибыли. Но насколько высокий риск оправдывает высокую прибыль? Индивидуальный инвестор должен сделать выбор. Осуществленные одним человеком инвестиции являются спекуляцией с точки зрения другого. Никто не может сказать, насколько больше вероятность того, что данные акции повысятся или упадут в цене по сравнению с данной облигацией.

При рассмотрении нормы «реальной» (т.е. с поправкой на инфляцию) прибыли в историческом аспекте, о чем говорится в главе 1, очевидно, что акции в течение продолжительных периодов времени являются не только выгодными инвестициями, но в действительности *единственным* приемлемым выбором в некоторых обстоятельствах. С инвестициями в обыкновенные акции ничто не может сравниться по их легкости, ликвидности, низким

издержкам при совершении сделок и юридической защите. Инвестор, который по-прежнему не считает это привлекательным из-за потенциального риска, возможно, лучше спит и в конечном счете более счастлив, поместив деньги на счет в федеральный банк с застрахованными депозитами.

Легко осуществлять инвестиции в обыкновенные акции. Очень высока конкуренция в сфере бизнеса, занимающегося брокерскими операциями с акциями, и имеется значительное число брокеров-дилеров, которые активно ищут инвесторов. В конце 1988 г. в США существовало 6795 отделов сбыта в фирмах — членах NYSE и намного большее число служащих фирм, которые являлись членами только Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Кроме того, по данным NYSE было 82 919 зарегистрированных представителей, которые занимались только приемом заказов на фондовой бирже и обслуживанием счетов клиентов³. В настоящее время клиенты также могут давать приказы по купле-продаже ценных бумаг через множество банковских отделений, поскольку ряд банков имеет брокерские филиалы или дочерние фирмы.

Появление брокерских фирм с пониженной комиссией позволяет выполнять приказы по ставкам, которые исключительно низки с любой точки зрения, и даже обычные брокерские комиссионные ставки невелики по сравнению с более или менее обычными 6% комиссионных за недвижимость, взимаемыми при продаже типичного жилого дома (о сравнительных комиссионных ставках см. гл. 12). Наценка на такие предметы, как бриллианты в качестве надежного средства инвестиций (в сущности противоположного термина), часто достигает 25%. /

Не менее важное преимущество — прозрачность большинства сделок с ценными бумагами и юридические гарантии, предоставляемые громадным массивом законов о ценных бумагах на уровне федерального правительства и штатов. Акции продаются и покупаются открыто, публичная информация о финансовом положении эмитента, а также о торговле его ценными бумагами легкодоступна. В США полное раскрытие финансовой информации требуется по закону, а рынки США заслужили высокую репутацию во всем мире благодаря царящим на них справедливости и честности. Несмотря на скандалы 1986 г., связанные с продажей акций лицами и учреждениями, располагавшими конфиденциальной информацией (см. гл. 17), ни один иностранный рынок не пользуется такой репутацией. На самом деле, подобные скандалы в конечном счете повышают доверие к рынкам именно потому, что они *были* раскрыты, виновные *понесли* наказание и были установлены более жесткие меры для предотвращения их повторения. Ни в одной стране мира нет такого государственного агентства, как Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) с ее опытом, престижем и властью. Саморегулирующая сущность бирж США является дополнительной мерой защиты. Очевидно, мошенничества могут происходить, происходят и будут продолжаться везде, где присутствуют крупные суммы денег. Однако с учетом размера национального рынка ценных бумаг они остаются на минимальном уровне.

³ NYSE Fact Book - 1991, p. 88.

ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ

Сущность

Сам термин *привилегированный* означает нечто большее, чем, вероятно, должно быть. Привилегированные акции являются *участием* в корпорации, а их владелец ни в коем случае не является кредитором в случае банкротства. Если корпорация не платит дивидендов по обыкновенным или привилегированным акциям, владелец имеет небольшие законные возможности (если они вообще есть), аналогичные тем, какие может иметь держатель наименее обеспеченных облигаций. Таким же образом, если с корпорацией произошло недобровольное банкротство, то тот факт, что кто-то имел привилегированные акции, а не обыкновенные акции, будет слабым утешением, если кредиторы получают назад менее 100 центов на один доллар. Если кредиторы не получили назад «все свое», то владельцы привилегированных и обыкновенных акций окажутся в положении пассажиров соответственно первого и четвертого классов на тонущем судне.

Преимущество привилегированных акций над обыкновенными проявляется в двух областях — дивидендах и правах при ликвидации. Несмотря на то что владельцы привилегированных акций не имеют *права* получать дивиденды, они должны получить объявленную ставку до того, как будут выплачены любые дивиденды по обыкновенным акциям. Кроме того, если корпорация ликвидируется, то владелец привилегированных акций имеет преимущественное право требования на оставшиеся активы по сравнению с владельцами обыкновенных акций, но, безусловно, оно удовлетворяется только после держателей облигаций. Тем самым привилегированные акции становятся чем-то вроде облигации, не имеющей преимущественного права требования на имущество компании и без обычной защиты эмиссии облигаций, но у них также отсутствует привлекательность обыкновенных акций, состоящая в способности принимать участие в росте процветающего предприятия. При хорошем качестве они предоставляют возможность щедрого дохода по дивидендам, но не за «рост». Для привилегированных акций возможно повышение цены, но не *рост*, означающий часть растущего акционерного капитала, принадлежащего владельцам акций, до тех пор, пока привилегированные акции не будут конвертированы в обыкновенные, или в том весьма редком случае, если они имеют какие-либо черты «участия».

Номинальная стоимость

В отличие от обыкновенных акций номинальная стоимость привилегированных акций может иметь большое значение. Одно время она представляла сумму денег, получаемую при первоначальной продаже (обычно номинальная стоимость составляла 100, 50 или 25 дол., при этом 100 дол. — чаще всего). Нормы дивидендов были обычно «привязаны» к этой номинальной стоимости таким образом, что привилегированная акция с номиналом 100 дол. и ежегодной нормой дивидендов в 10 дол. обозначалась как «привилегированная 10 дол.» или «привилегированная 10%». Ставки были фиксированными, и

это означало, что движение цен на привилегированные акции было обратно противоположно движению процентных ставок: первые повышались, когда последние снижались, и наоборот. Непостоянство процентных ставок в конце 70-х — начале 80-х годов вызывало суматоху на рынке привилегированных акций, поскольку инвесторы опасались резкого падения цен в короткое время.

Привилегированные акции с «плавающей» ставкой дивиденда

Нестабильность рынка фиксированных доходов быстро привела к созданию привилегированных акций с «плавающей» ставкой дивиденда. Аналогичные по своей сущности долговым инструментам с «плавающей» ставкой, привилегированные акции с «плавающей ставкой» дивиденда характеризуются дивидендом, ставка которого периодически пересматривается в соответствии с некоей формулой. Обычно она может быть поставлена в зависимость от стандартного показателя, например ставки по 90-дневному казначейскому векселю, таким образом, что дивиденд может быть установлен на уровне, например, превышающем на 1% ставку казначейского векселя за определенный период или на определенную дату. Концепция распространялась на предложение привилегированных акций «денежного рынка», доход по которым отражает доход по краткосрочным долговым инструментам типа коммерческих бумаг. При всех намерениях и целях этот тип привилегированных акций является в действительности краткосрочными долговыми ценными бумагами, но в то же время имеет привлекательные налоговые характеристики, которые можно ассоциировать с участием в акционерном капитале. На рынке привилегированных акций эти типы акций доминировали в начале 80-х годов, и они продолжают быть широко распространенной формой новых эмиссий. Возврат к определенной стабильности процентных ставок привел к возвращению некоторых более обычных видов привилегированных акций в 1986-м и в последующие годы.

Налоговые преимущества

Одно время предполагалось, что привилегированные акции, которые по своей природе более рискованны по сравнению с облигациями, могут, вероятно, приносить доход на 1 или 2% больше по сравнению с обязательствами того же самого эмитента. Однако Налоговый кодекс изменил это предположение. За некоторыми исключениями, дивиденды, выплачиваемые по национальной эмиссии акционерного капитала другому национальному корпоративному владельцу, на 70% не облагаются налогом. С учетом того, что ставка налогообложения корпораций составляет 34%, выходит, что эффективная налоговая ставка для другого корпоративного владельца приблизительно равна 10,2% по привилегированным акциям (умножение облагаемой налогом доли в 30% на 34%). Это намного выгоднее с точки зрения суммы, остающейся после уплаты налога, по сравнению с облигациями, полностью облагаемыми налогом. Парадоксально, но безусловно более рискованные привилегированные акции приносят меньший доход по сравнению с долговым обязательством той же компании.

Основной рынок подобных акций — рынок корпораций, а не индивидуальных покупателей. Основные покупатели — компании по страхованию от пожара и несчастных случаев, но в число иных крупных покупателей входят и другие финансовые и промышленные корпорации. Поскольку индивидуальные покупатели не получают специальных налоговых преимуществ по привилегированным акциям, они не являются крупнейшими покупателями, однако относительно высокие доходы и надежность делают их привлекательными для тех людей, которые имеют ограниченные финансовые возможности и не могут выйти на рынок облигаций из-за частого требования совершать покупки на очень высокие минимальные суммы, поэтому инвестор, располагающий небольшими средствами, может получить вполне привлекательный доход на инвестиции в привилегированные акции в сумме примерно 5 тыс. дол.

Кумулятивные акции

Фактически все выпускаемые в настоящее время привилегированные акции имеют кумулятивное предназначение. Если не объявлена выплата регулярного дивиденда по кумулятивным привилегированным акциям, то могут не выплачиваться дивиденды по ценным бумагам с более низким приоритетом. Более того, эти пропущенные дивиденды накапливаются и образуют «невыплаченные дивиденды», которые должны быть компенсированы до того, как дивиденды могут быть выплачены по акциям с более низким приоритетом. Отметим, что это не то же самое право, которое есть у держателя облигаций в случае пропуска платежей по процентам (прекращения платежей). Эта последняя ситуация влечет за собой нарушение юридического обязательства о выплате и тем самым является основой для судебного иска. Корпорация должна быть действительно в очень затруднительной ситуации, чтобы она была вынуждена пропустить выплату дивиденда по привилегированным акциям. Несмотря на то что теоретически их невыплаченные дивиденды могут быть в конечном счете выплачены, нет никакой гарантии, что так и будет, и на самом деле практика показывает, что по мере увеличения срока накопления невыплаченных дивидендов их возможное получение становится все менее и менее реальным. Возможны также некумулятивные привилегированные акции, но было бы весьма сложно продавать подобные акции на рынке. Вряд ли найдутся покупатели, которые возьмут на себя риск сокращения дивидендов или их пропуска без какой-либо компенсации.

Выкупные фонды

Вследствие того, что привилегированные акции не являются облигациями и не представляют заимствованные деньги, они не имеют даты погашения, когда будет выплачена основная сумма. Однако они часто имеют выкупные фонды, аналогичные многим эмиссиям долговых обязательств. Это требует от корпорации ежегодно откладывать деньги для возможного выкупа этих акций по номинальной стоимости или с небольшой премией. Более часто по сравнению с выкупным фондом корпорации образуют покупной фонд на покупку этих акций на открытом рынке в большем числе случаев, чем через

оговорку о досрочном выкупе, которая может быть типичной при выкупе с использованием выкупного фонда.

Права голоса

По сравнению с обыкновенными акциями наблюдается меньшее единообразие в области прав голоса по привилегированным акциям. Если обычное право в целом предусматривает право голоса по обыкновенным акциям (если это право четким образом не ограничено), то по отношению к эмиссиям привилегированных акций это не предусматривается. Покупатель должен внимательно прочитать условия предложения и определить, какие права голоса могут существовать. В последние годы привилегированные акции предлагались без права голоса, за исключением случаев невыплаты оговоренного ежеквартального дивиденда за определенный период (например, четыре квартала подряд). Когда эмиссия может быть конвертирована в обыкновенные акции, она обычно имеет право голоса в соответствии с условиями конвертируемости. Инвестиционные достоинства конвертируемых ценных бумаг рассмотрены в главе 24.

ОБЛИГАЦИИ

Облигация является свидетельством ссуды, предоставленной кредитором (владельцем облигации) корпорации или другому заемщику. Она требует выплаты определенной суммы денег в установленный день или досрочно и обычно также периодической выплаты процента за использование заемных средств. Векселя и облигации «с нулевым купоном», которые рассматриваются в главе 3, являются исключением из требований выплаты процента. Для выполнения условий ссуды заемщик выдает юридическое обязательство в форме контракта между держателем и эмитентом или доверенности на управление собственностью, в которых доверенное лицо, обычно коммерческий банк, назначено представлять интересы держателей облигаций. Если корпорация не произведет текущих выплат процента или основной суммы, как это оговорено контрактом, то доверенное лицо обязано пасть в суд на заемщика, не выполнившего свои обязательства. Это условие об обязательстве выплаты в контракте в конечном счете отличает облигации от акций. Держатель любой облигации является кредитором, владелец любой акции является собственником. Участие в акционерном капитале предоставляет только ограниченные права и лишь немногие юридические обязательства, если таковые вообще имеются. Несмотря на то что держатели облигаций не имеют права голоса в делах корпорации и участия в чистых прибылях, они могут требовать удовлетворения своих законных требований, вплоть до требования объявления корпорации банкротом.

Достоинство облигаций колеблется в широких пределах, но наиболее распространенная номинальная стоимость — 1 тыс. дол. Следующими по распространенности номинала являются мелкие облигации с номинальной стоимостью 500 или 100 дол. Рынок торговли облигациями корпораций чаще всего предусматривает лот номинальной стоимостью 100 тыс. дол. или кратной ей.

Первичными покупателями долговых обязательств корпораций являются институциональные инвесторы, для которых обычны единовременные покупки на сумму 1 млн дол. или более. Самые важные покупатели облигаций корпораций — либо учреждения, не облагаемые налогами (пенсионные фонды, благотворительные фонды, прочие фонды), либо компании, занимающиеся страхованием собственности от несчастных случаев.

Облигации выпускались четырех различных типов: полностью именная, именная только в отношении основной суммы, на предъявителя и существующая только в форме электронной записи на счетах. В США облигации корпораций выпускаются почти всегда полностью именного типа, несмотря на то что среди некоторых более старых эмиссий можно встретить облигации на предъявителя с процентными купонами. В полностью именных облигациях фамилия владельца напечатана на сертификате и записана трансфертным агентом, что очень похоже на способ эмиссии акций корпораций. Чеки на выплату процентов посылаются по почте держателям каждые шесть месяцев, (в 1-й или 15-й день месяца). Облигации на предъявителя в соответствии с названием принадлежат их владельцу, а собственность на них нигде не указана. Требование о выплате процентов осуществляется путем отрезания купонов, приложенных к сертификату, и предъявления их в банк, выплачивающий проценты по поручению и за счет эмитента. С подобными облигациями надо обращаться с исключительной осторожностью, поскольку в случае потери или кражи их трудно заменить и это дорого обойдется. Эти типы облигаций широко использовались Министерством финансов США, правительственными агентствами и муниципалитетами. Федеральное законодательство запрещает эмиссию ценных бумаг на предъявителя, но подобные ценные бумаги на общую сумму в несколько миллиардов долларов останутся в обращении и после 2000 г. Именные облигации только в отношении основной суммы являются гибридом облигации на предъявителя и полностью именной облигации. В них имеются купоны, но на сертификате значится фамилия держателя. В настоящее время они встречаются редко. Наконец, облигации, существующие только в форме электронной записи на счетах, вообще никогда не выпускаются в материальной форме и записаны только в компьютерах. Этот тип широко используется среди муниципальных облигаций и ценных бумаг правительства США. Начиная с середины 1986 г. фактически *все* обязательства Министерства финансов США выпускались в таком виде. До сих пор лишь незначительное число облигаций корпораций выпускалось в таком виде, но ясно, что за ними будущее.

Процентные ставки

Процентная ставка по облигации — это платеж с фиксированными сроками уплаты корпорацией-должником, который всегда производится до тех пор, пока корпорация сохраняет свою платежеспособность. Эта ставка номинального процентного дохода по облигации зависит от множества факторов: кредитоспособности эмитента, продолжительности срока погашения, современных условий процентных ставок, оговорок о досрочном выкупе облигаций и т.п.

Выпущенные облигации могут иметь относительно короткие сроки погашения — менее 10 лет — или быть растянутыми до 30 лет. При обычных условиях процентных ставок облигации с длительными сроками погашения будут приносить более высокий номинальный процентный доход по сравнению с облигациями, выпущенными в то же самое время, но с более короткими сроками погашения.

Первоклассные облигации самого высокого качества приносят самую низкую ставку дохода по сравнению с другими облигациями, выпущенными в то же самое время. Процентные ставки по этим облигациям колебались в широком диапазоне, но редко превышали уровень 5% до конца 60-х годов. Безудержная инфляция и жесткая кредитно-денежная политика подняли ставки до уровня свыше 15% в начале 80-х годов. Можно почти не сомневаться в тех затруднениях, с которыми столкнулись эмитенты облигаций более низкого качества. Многие из них оказались либо полностью «вытесненными» с рынка, либо вынужденными платить такие непомерные ставки, которые стали угрожать их жизнеспособности в долгосрочном плане.

Сроки погашения

Инвестор имеет широкий выбор различных сроков погашения. Облигации, купленные на вторичном (после эмиссии) рынке, легкодоступны с любым сроком погашения — от нескольких месяцев до примерно 30 лет. При первоначальном предложении облигации обычно делятся на три основные категории.

Краткосрочные. Сроки погашения находятся в диапазоне от 1 года до 5 лет. Промышленные корпорации не предоставляют много публичных предложений в этом диапазоне, полагаясь в основном на банковские кредиты или частные размещения у институциональных инвесторов. Финансовые корпорации извлекают большую пользу в этом диапазоне сроков погашения преимущественно путем эмиссии необеспеченных *векселей*.

Среднесрочные. Эти облигации имеют сроки погашения от 5 до примерно 10 лет. Являясь намного более частым явлением по сравнению с краткосрочными обязательствами, среднесрочные облигации пользуются популярностью у банков и других финансовых организаций. Так же как и при краткосрочных облигациях, здесь преобладают необеспеченные векселя и долговые обязательства корпораций, не имеющие специального обеспечения.

Долгосрочные. Эти облигации имеют сроки погашения свыше 10 лет с момента первоначальной эмиссии, но наиболее обычными являются сроки от 15 до 20 лет. В действительности типичная облигация этого вида редко находится в обращении до истечения полного срока ее погашения, поскольку большинство их изымается из обращения посредством операций фонда погашения (см. последующее рассмотрение этого вопроса). Несмотря на то что долговые обязательства корпораций, не имеющие специального обеспечения, являются преобладающими облигациями в этом диапазоне сроков погашения, прода-

ется также значительное количество эмиссий со специальным обеспечением. Важнейшими эмитентами долгосрочных облигаций со специальным обеспечением являются коммунальные предприятия.

Долговые обязательства корпораций, не имеющие специального обеспечения

Долговые обязательства корпораций, не имеющие специального обеспечения, выпускаются на основе доверия к эмитенту. Никакие специальные активы не обеспечивают эти долговые обязательства, и в случае прекращения платежей держатель этого вида облигаций становится общим кредитором эмитента. Тем не менее подобные облигации могут иметь обеспечение, и многие из них имеют рейтинги AAA. Современные промышленные корпорации редко эмитируют какие-либо иные формы долгосрочных обязательств. Если доходы корпорации позволяют платить по облигациям, то инвестору не надо беспокоиться о надежности. Инвесторы с готовностью расхватывают новые эмиссии долговых обязательств, не имеющие специального обеспечения, таких корпораций, как «General Motors Acceptance Corp.», AT&T и бывших дочерних компаний «Bell», которые в настоящее время выпускают облигации в качестве независимых корпораций. Долговые обязательства без обеспечения, выпущенные заемщиками с низкой экономической эффективностью, могут быть исключительно рискованными в период экономического спада.

Долговые обязательства корпораций, не имеющие специального обеспечения, безусловно, превосходят по качеству любой вид ценных бумаг акционерных предприятий с точки зрения безопасности основного долга. Они могут даже превосходить по качеству некоторые виды «обеспеченного» финансирования со стороны более слабых эмитентов. Например, добросовестность IBM с точки зрения своевременности выплат процентов и основной суммы долга оценивается рынком как более надежное обеспечение по сравнению с облигациями, обеспеченными закладными под недвижимость и предлагаемыми некоторыми коммунальными предприятиями, которые имеют серьезные проблемы с управлением и строительством.

Необеспеченные облигации могут иметь *более низкий статус* в сопоставлении с требованиями других кредиторов, будь это банковские кредиты или другие ценные бумаги. Они также выпускаются в качестве конвертируемых облигаций, которые могут быть обменены на обыкновенные акции эмитента по желанию их держателя.

Облигации, условия выпуска которых предусматривают образование выкупного фонда

Эти облигации не составляют отдельную категорию. Более того, образование выкупного фонда может быть частью любого облигационного контракта, но наиболее часто он встречается в необеспеченных долговых обязательствах корпораций. Корпорация обязуется ежегодно откладывать определенную сумму для возможного погашения эмиссии. После истечения определенного перио-

да может начаться выкуп, облигации будут «предъявлены» держателем, в данном случае будет использоваться этот фонд. Это приводит к сокращению среднего срока обращения эмиссии, поэтому даже если облигации были выпущены со сроком погашения через 20 лет, то в среднем срок обращения типичной облигации может составлять лишь от 10 до 15 лет. Поскольку депозиты, предназначенные для выкупного фонда, должны быть использованы только с целью погашения облигаций, находящихся в обращении, наличие *организации, в которой находится выкупной фонд и которая занимается погашением облигаций*, повышает надежность облигаций и их реализуемость. Даже фонд погашения не является гарантией от возможности прекращения выплат. Держатель по-прежнему подвержен значительным рискам.

Среднесрочные векселя

Процесс *«резервной регистрации»*, описанный в главе 14, позволяет квалифицированным эмитентам более быстро выпускать новые эмиссии на рынок по сравнению со стандартным процессом регистрации. Подобная либерализация создала возможность для появления нового типа ценных бумаг — среднесрочного векселя (MTN). Сточки зрения кредитования среднесрочные векселя больше других напоминают необеспеченные долговые обязательства корпораций. Первоначально сроки погашения составляли от 4 до 7 лет, но рынок потребовал расширения этого диапазона (от 2 до 15 лет, а иногда и больше). В действительности рынок среднесрочных векселей стал похож на рынок долгосрочных коммерческих бумаг, при этом предложения осуществлялись почти непрерывно. Тем самым эмитенты могут периодически использовать рынок, когда ставки финансирования покажутся привлекательными. Фирмы, занимающиеся операциями с ценными бумагами и в том числе программами среднесрочных векселей, обычно назначаются эмитентом в качестве агента. Это означает, что они не вкладывают капитал, но стремятся разместить как можно больше среднесрочных векселей с определенными сроками погашения в соответствии с требованиями эмитента в определенное время. Однако они обычно предназначены для поддержки вторичных рынков, если покупатели хотят продать свои облигации до наступления срока погашения. Для большинства корпораций среднесрочный вексель стал одним из важнейших финансовых инструментов.

Облигации, обеспеченные закладными под недвижимость

В начале этого века финансирование с использованием облигаций, обеспеченных закладными под недвижимость, было распространено намного шире по сравнению с сегодняшним днем. Когда основные производственные средства в промышленности страны находились на стадии формирования, доминировала тяжелая промышленность. Это означало, что компании, которым требовались большие суммы нового капитала, приобретали крупные материальные основные производственные средства в процессе роста. Это было особенно характерно для железных дорог и черной металлургии. Поскольку предприятия этих отраслей обладали значительным обеспечением по стоимости своей

недвижимости, было логично использовать ее для последующего заимствования по мере продолжения расширения. Однако ипотечная оговорка дала инвесторам ложное чувство надежности при приобретении некоторых эмиссий, и, когда происходили банкротства или прекращения выплат, держатели облигаций часто обнаруживали, что их требования к обеспечению не смогли спасти их от потери значительной части основной суммы. В настоящее время большинство промышленных корпораций отказалось от облигаций, обеспеченных закладными под недвижимость, в пользу необеспеченных долговых обязательств, условия которых предусматривали образование фонда погашения, и других форм необеспеченного заимствования.

Финансирование с использованием облигаций, обеспеченных закладными под недвижимость, сохраняется в настоящее время главным образом в газовой промышленности и электроснабжении. В общем договор о выпуске облигаций, обеспеченных первыми закладными под недвижимость, устанавливает первоочередное право удержания имущества на всю недвижимость, принадлежащую эмитенту. Другой обычной характерной чертой является условие «собственность, которая была приобретена впоследствии», которое включает в условия договора всю собственность, приобретенную после эмиссии облигаций, тем самым сохраняя залоговую стоимость в условиях амортизации старого обеспечения (зданий, оборудования и т.п.). Многочисленные различные серии облигаций могут выпускаться по одному договору. Например, облигации «Michigan Consolidated Gas Сотрапу», выпущенные в ноябре 1981 г. на срок до ноября 2001 г., стали 23-й серией облигаций, эмитированных по первоначальному договору 1944 г.

Облигации, обеспеченные закладными под недвижимость, могут также иметь фонды погашения и могут подлежать погашению по истечении установленного «защитного» периода, составляющего обычно около 5 лет. Безопасность инвестора, вероятно, лучше защищена доходами коммунального предприятия, чем какой-либо теоретической стоимостью обеспечения. Вероятность того, что коммунальное предприятие будет действительно ликвидировано с целью удовлетворения требований держателей облигаций, весьма мала. Такой ход событий был бы неприемлем с политической точки зрения для клиентов коммунального предприятия и регулирующих комиссий штата.

Сертификаты, выпускаемые трастовой компанией для кредитования купли-продажи оборудования

Эта форма заимствования активно использовалась железными дорогами и временами другими транспортными компаниями, в особенности авиакомпаниями. Средства идут на покупку подвижного состава, но корпорация-эмитент не приобретает титул собственности до погашения эмиссии. До этого титул возлагается на доверенное лицо, что дает облигации необычное обеспечение. Если эмитент прекратит выплаты, то доверенное лицо может ликвидировать путем продажи обеспечение в виде подвижного состава, не прибегая в отношении компании к процедуре банкротства, поскольку право

собственности на оборудование принадлежат доверенному лицу, а не компании.

Есть несколько вариантов, но наиболее обычным для железнодорожного оборудования является Филадельфийский план. Подобные предложения отличаются от обычного обязательства корпорации в двух отношениях. Во-первых, они обычно совершаются через предложение, регулируемое конкуренцией, а не путем переговоров. Во-вторых, они обычно имеют *серийные* сроки погашения. Это означает, что часть эмиссии погашается каждый год после выпуска. Обе эти характерные черты обычно встречаются у муниципальных облигаций, обеспеченных общей гарантией, но они редки в сфере корпораций. При типичном предложении эмитент осуществляет первоначальный платеж в размере 20% и заимствует оставшуюся часть суммы путем продажи сертификатов. Затем ценные бумаги выкупаются 15 равными ежегодными платежами, и они обычно не подлежат досрочному погашению. Титул переходит к эмитенту только по завершении всех платежей.

Поскольку сертификаты погашаются быстрее по сравнению с амортизацией обеспечения, то чем дольше они находятся в обращении, тем надежней становятся. Процентные платежи называются *дивидендами по техническим причинам*, но рассматриваются в качестве процентов с налоговой точки зрения. В последние годы несколько трастов было выпущено авиакомпаниями, однако некоторые типы частных лизинговых сделок являются в настоящее время предпочтительной формой финансирования купли-продажи оборудования в значительной части транспорта.

Облигации, проценты по которым выплачиваются только при наличии прибыли у компании

Эти инструменты, иногда называемые также *облигациями урегулирования*, выпускаются редко. Они представляют собой гибрид между долговыми инструментами низкого качества и кумулятивными привилегированными акциями. Прежде они наиболее часто выпускались при реорганизации обанкротившихся железнодорожных компаний. Позднее они эмитировались в случае изменения структуры оплаченного капитала компании или выкупа контрольного пакета акций корпорации за счет кредита. Они продаются «без процентов» (без *накопленных процентов*, см. эту тему). Проценты выплачиваются только тогда, когда они заработаны. Следовательно, если процент не может быть выплачен, у держателя нет законного права требовать встречного удовлетворения. Более того, невыплаченный процент накапливается подобно невыплаченному дивиденду по кумулятивной привилегированной акции. Неопределенность с регулярными процентными платежами обычно приводит к тому, что подобные облигации продаются весьма редко и в небольших объемах. Примером может служить облигация «Missouri Pacific Railroad» из расчета 4³ А% до 2030 г.

Облигации, обеспеченные другими ценными бумагами, хранящимися на условиях траста

Подобно облигациям, проценты по которым выплачиваются только при наличии прибыли у компании, облигации, обеспеченные другими ценными бумагами, хранящимися на условиях траста, также выпускаются довольно редко. Они обеспечиваются путем депозита других ценных бумаг, находящихся у доверенного лица. Стоимость обеспечения обычно превышает заимствованную сумму примерно на 30%. Они чаще всего выпускаются корпорациями в качестве инструментов консолидации задолженности, которые имеют значительные участия в частично или полностью принадлежащих им дочерних компаниях. Например, государственная коммунальная холдинговая компания могла бы отдать в залог облигации (обеспеченные закладными под недвижимость) своих производственных дочерних компаний в качестве обеспечения.

Ценные бумаги, обеспеченные закладными

Эти ценные бумаги, которые не надо путать с облигациями, обеспеченными закладными под недвижимость, выпускались в значительном количестве с конца 70-х годов и являются неисчерпаемым источником эмиссий новых ценных бумаг. Эта концепция впервые приобрела популярность в качестве ценных бумаг, гарантированных правительством и выпущенных на базе пула ипотек или других кредитов Государственной национальной ассоциацией ипотечного кредита (GNMA) (описаны более подробно в гл. 3). Эта концепция была использована рядом сберегательных и банковских институтов в качестве средства превращения долгосрочных закладных в наличные деньги, которые в свою очередь могли быть вновь отданы в ссуду. Наиболее популярный тип новых ценных бумаг на этом рынке — долговое обязательство, обеспеченное закладными, которое объединяет ценные бумаги GNMA и другие ценные бумаги, обеспеченные закладными, или закладные для обеспечения новых эмиссий. Компании, объединяющие ссуды и переуступающие их другому кредитору, и эмитенты большинства долговых обязательств, обеспеченных закладными, являются фирмами, занимающимися операциями с ценными бумагами, цель которых состоит в получении небольшой прибыли от перепродажи в процессе объединения. Тем самым очень мало нового капитала непосредственно привлекается путем эмиссии подобных ценных бумаг, но существование рынка создает дополнительные возможности для инвесторов, которые в другом случае неохотно могли бы покупать менее обеспеченные инструменты.

Ценные бумаги, обеспеченные активами

Хорошо согласующиеся с концепциями Государственной национальной ассоциации ипотечного кредита и долговыми обязательствами, обеспеченными закладными, ценные бумаги, обеспеченные активами, стали относительно небольшим шагом на пути применения аналогичной техники в «секьюритизации» других активов. В настоящее время пулы по задолженности собира-

ются из различных типов ссуд с погашением в рассрочку и размещаются в трастовые фонды. Паи в трастовых фондах затем продаются инвесторам в качестве облигаций. Наиболее обычным типом активов, помещаемых в качестве обеспечения ценных бумаг, стали ссуды под автомобили и балансы возобновляемых кредитных карточек, хотя также использовались другие ссуды, например, под дома на колесах. Эмитент может переместить ссуды из баланса и превратить задолженность в наличные деньги. Инвестор получает высококачественные ценные бумаги, обеспеченные активами и обычно имеющие рейтинг AAA. Сроки погашения находятся в диапазоне от 1 года до 5 лет. Типичная эмиссия имеет несколько различных сроков погашения. Крупнейшие эмитенты кредитных карточек в стране — «СШсогр» и «General Motors Acceptance Согр.» — относятся к самым крупным и наиболее регулярным эмитентам облигаций, обеспеченных активами.

«Бросовые» облигации

Эти облигации очень разнообразны. Их объединяет более низкий рейтинг по сравнению с облигациями, которые ассоциируются с эмиссиями инвестиционного класса. Агентство «Mood's» по рейтингу ценных бумаг и рейтинговая корпорация «Standard & Poor's» (так же, как и некоторые другие рейтинговые компании) дают оценку облигациям в соответствии с кредитным риском. Облигации, имеющие рейтинг Baa («Mood's») или BBB («Standard & Poor's») и выше, как считается, имеют такое качество, что фидуциарные инвесторы типа пенсионных фондов могут покупать их без больших опасений по поводу своевременности платежей по основному долгу и процентам. Облигации, которые имеют рейтинг ниже этого уровня, например Ba1 или BB+ или ниже, содержат неприемлемые риски для этих инвесторов. Они несколько несправедливо получили уничижительное наименование «бросовых» или «мусорных» облигаций несмотря на то, что случаев прекращения платежей по эмиссиям более высокого качества в этой категории было незначительно по сравнению с эмиссиями, имевшими нижний уровень инвестиционного класса. Фирмы, действующие на Уолл-стрит, обычно называют их термином «ценные бумаги с высоким доходом». На самом деле, они обеспечивают высокие доходы, которые компенсируют инвесторам связанный с ними более высокий уровень риска. Однако из-за повышенной вероятности прекращения платежей теоретический доход в 20% может превратиться в реальный доход на нулевом уровне.

Многие ассоциируют эти ценные бумаги с выкупом контрольного пакета акций за счет кредита и манией изменения структуры капитала компаний в середине 80-х годов и в особенности с дилерской фирмой «Drexel Burnham Lambert», осуществлявшей торговлю ценными бумагами. Действительно, «бросовые» облигации существовали в течение продолжительного времени, хотя сам термин имеет недавнее происхождение. «Бросовые» облигации могут быть разделены на две категории: «падшие ангелы» и другие облигации, которые начали свое обращение в качестве эмиссий более низкого качества. В категории «падших ангелов» можно встретить выпуски, которые в свое время имели рейтинг инвестиционного класса, а в настоящее время оцениваются как

ценные бумаги с высоким доходом. Среди подобных эмиссий, рейтинг которых понизился до статуса ценных бумаг с высоким доходом, в 1990 г. оказались: «Chase Manhattan Банк» (некоторые эмиссии), «Goodyear Tire and Rubber», «United Airlines» и «Chrysler Financial Corp.». В 1990 г. к числу облигаций с категорией высокого дохода добавились облигации, номинальная стоимость которых составила примерно 11 млрд дол.⁴ Сильное оживление после спада 1990 г. могло вновь увеличить доходы до такого уровня, которого было бы достаточно, чтобы опять повысить свой рейтинг до статуса инвестиционного класса. Однако менее бурное оживление могло оставить их на своем месте.

Другие «бросовые», облигации — это сложная смесь облигаций корпораций с высокой долей заемного капитала, которые в свое время имели более высокий рейтинг, или облигаций корпораций, которые со времени своей первоначальной эмиссии никогда не получали рейтинга инвестиционного класса. По многим из этих ценных бумаг были прекращены платежи или они настолько близки к этому, что перспективные покупатели оценивают возможную их покупку почти так же, как если бы они оценивали покупку обыкновенных акций, а именно они считают прекращение платежей весьма возможным, если не считать очень вероятным, и пытаются определить, какую стоимость активов эмитента они могли бы получить в случае ликвидации. Номинальная стоимость просроченных облигаций (и эмиссий на бирже, которые находятся в состоянии реструктуризации) возросла в 1990 г. примерно до 18 млрд дол., увеличившись более чем в два раза по сравнению с предшествовавшим годом.

Таким образом, рынок ценных бумаг с высоким доходом имеет своеобразную двухъярусную структуру. На верхнем уровне находятся ценные бумаги, которые похожи на обыкновенные облигации более высокого качества, реагируя главным образом на изменения процентных ставок в экономике. Их повышенные доходы отражают рыночное восприятие наличия повышенного риска при сопоставлении с ценными бумагами инвестиционного класса. На нижнем уровне находятся ценные бумаги, цены на которые, судя по всему, не зависят от изменений процентных ставок и определяются в зависимости от положения дел в отдельных компаниях, что очень похоже на способ определения цен на обыкновенные акции.

Примерно 17% рынка приходится на облигации повышенного качества в спектре высоких доходов, имеющие рейтинг либо ВВ, либо ВВ/Ваа в зависимости от рейтинговой компании. Самый крупный отдельный сегмент (37%) имеет рейтинг В, на втором месте — 26% — сегмент с рейтингом ССС или ниже. Примерно 20% «бросовых» облигаций не имеют рейтинга какой-либо из основных рейтинговых компаний. Почти половина (48%) номинальной стоимости всех облигаций в категории высокого дохода возникла в результате выкупа контрольного пакета за счет кредита или изменения структуры капитала компании. Еще 41% составляли первоначальные эмиссии, а 11% были «падшими ангелами»⁵.

⁴ Joseph C. Bencivenga (et al.) *The High Yield Market Survey - 1990 Summary* (New York: Salomon Brothers Inc.), p. 7.

⁵ Bencivenga, *op. cit.*, pp. 9–10.

Облигации и векселя с «плавающей» ставкой

Эти облигации явились предшественниками привилегированных акций с регулируемой ставкой, о которых говорилось выше. Ценные бумаги с «плавающей» ставкой никогда далеко не отходят от своей номинальной стоимости, так как их процентная ставка периодически изменяется в соответствии с некоторой заранее заданной формулой. Ставка часто отражает определенный стандартный показатель, например ставку 90-дневного казначейского векселя или Лондонскую ставку предложения по межбанковским депозитам (LIBOR). «СШсогр» стала первым продавцом этих «пловцов» на внутреннем рынке, однако они также выпускались рядом других заемщиков. Стабилизация процентных ставок на более низком уровне в середине 80-х годов снизила привлекательность подобных облигаций, и рынок возвратился к эмиссиям с фиксированной ставкой.

Облигации с варрантами

Облигации с варрантами, прилагаемыми с целью покупки новых акций, выпускались в течение длительного времени. Этот тип облигаций очень похож на конвертируемые облигации и отражает в значительной степени функционирование соответствующего акционерного капитала. Обыкновенные конвертируемые облигации и варранты подробно рассматриваются в главе 24. Новый тип облигаций с варрантами появился в начале 80-х годов. Нововведение состояло в приложении варрантов к облигации, что позволяло покупать дополнительные облигации по той же купонной ставке. Следовательно, если ставки понизились после осуществления эмиссии, покупатель мог использовать варранты и приобрести больше облигаций по ставке, не доступной для этого эмитента на текущем рынке. Аналогично снижение ставок могло бы вызвать повышение стоимости варрантов таким образом, что держатель мог продать их с прибылью. Эта характерная черта позволяет эмитенту продавать облигации дешевле по сравнению с обыкновенными эмиссиями. Среди эмитентов, которые продали подобные облигации в США, — «New York's Municipal Acceptance Corporation», а также Королевство Швеция.

Облигации с опционом «пут»

Существуют обыкновенные облигации с нехарактерными для них чертами. «Пут» — это опцион, позволяющий продать облигации обратно эмитенту по номинальной стоимости до наступления срока платежа. Другими словами, опцион «колл» эмитента стал противоположным и предоставляется вместо эмитента покупателю. Если ставки повысятся, а цена облигаций упадет, держатель может использовать опцион «пут» и продать облигации обратно эмитенту по номинальной стоимости, что позволит держателю реинвестировать поступления по текущим ставкам. Поэтому цены на облигации не могут далеко отклоняться от номинала, поскольку вероятность использования опциона возрастает по мере падения цен на облигации.

Долговые обязательства с возможностью обмена на акции другой корпорации J*

Эти ценные бумаги очень похожи на конвертируемые облигации, однако они могут обмениваться на акции другой, отличной от эмитента, корпорации. Активно продаются и покупаются примерно 12 подобных эмиссий. Одним из интересных примеров является имеющее пониженный статус долговое обязательство с 6%-м купоном «National Distillers and Chemicab, которое конвертируется в 20,41 акции фирмы, действующей в области биотехнологии. Инвестор получает долговой инструмент, а также 6%-й купон и участие в спекулятивной игре в области высокой технологии в компании, которая сама не выплачивает дивидендов. Некоторые другие облигации с возможностью обмена на акции другой корпорации: «Cigna Corp.» обменивается на акции «Paine Webber»; «Inter North» обменивается на акции «Mobil Corp.» и «General Cinema» обменивается на акции «RJR Nabisco».

Коммерческие бумаги

Коммерческие бумаги являются самыми краткосрочными долговыми обязательствами корпораций со сроком погашения от 30 до 270 дней. Это необеспеченный простой вексель, выпускаемый в основном финансовыми корпорациями, но все чаще и чаще он эмитируется также промышленными компаниями. Он почти всегда выпускается со скидкой с номинала подобно казначейским векселям, хотя дилеры время от времени создают бумаги, приносящие проценты по специальному запросу покупателя. Исторически основными эмитентами были «General Motors Acceptance Corporation*», «Ford Motor Credit*» и «Household Finance Corp.». Однако в последние годы к обычным эмитентам присоединились такие компании, как «Citicorp», «Merrill Lynch*» и «Salomon Ink.*». Коммерческие бумаги предлагаются либо непосредственно покупателю самим эмитентом, либо через крупные дилерские фирмы, которые «делают рынок» по этим бумагам. Этот рынок не слишком ликвидный, и покупатели должны быть готовы держать бумаги до срока погашения, который никогда не превышает 9 месяцев. Коммерческие бумаги продаются обычно лотами стоимостью по 1 млн дол. и более, несмотря на то что периодически появляются неполные лоты на сумму не меньше 25 тыс. дол.

3

ЦЕННЫЕ БУМАГИ ПРАВИТЕЛЬСТВА США И МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

США стали самым крупным — некоторые бы сказали расточительным — заемщиком в истории. Расходы федерального правительства регулярно превышают налоговые и другие доходы на огромные суммы. На 30 сентября 1991 г. федеральное правительство США имело общий долг, по которому выплачивались проценты, в сумме 3662 млрд дол. и сводило годовой бюджет с дефицитом свыше 250 млн дол. Разговоры о сокращении федерального долга почти утихли и сменились разговорами о снижении темпов *прироста* долга. Эти дискуссии принесли мало пользы.

Крупные дефициты бюджета федерального правительства ведут к повышению процентных ставок, поскольку правительство активно участвует в конкуренции за деньгами инвесторов. Высокие процентные ставки, особенно, по существу, на «безрисковые» казначейские ценные бумаги правительства США, отвлекают средства от рынков акционерного капитала, а также более продуктивного использования задолженности, например, коммерческих ссуд или закладных домашних хозяйств. Государство выталкивает с рынка менее обеспеченных заемщиков. История фондовых рынков показывает, что высокие цены на акции не могут сосуществовать с высокими процентными ставками в течение какого-либо заметного периода времени. Например, с середины 70-х годов до начала 80-х годов Министерство финансов США было вынуждено получать займы по ставкам от 10 до 15³/₄%. Сравните эти доходы с теми, которые были указаны для долгосрочных инвестиций в акции в главе 1. С такими доходами, гарантированными правительством США, стимулы для продолжения инвестиций в более рискованный рынок акций снизились. Рынок, на котором наблюдалась тенденция к заметному повышению курсов акций и который сложился в 1982 г., появился только тогда, когда стало очевидным, что процентные ставки по казначейским ценным бумагам стали возвращаться к более привычному уровню.

Размер долга является предметом большой озабоченности современных налогоплательщиков, экономистов и в конечном счете будущих граждан, которые должны будут его «обслуживать». Некоторые утверждают, что поскольку

годовой дефицит составляет лишь около 5% валового национального продукта, то никакой опасности нет. Однако существующая тенденция роста долга весьма опасна. Ставшие привычными дефициты бюджета в размере от 200 до 250 млрд дол. в течение восьми лет подряд увеличат текущий совокупный долг федерального правительства до суммы свыше 5 трлн дол. в конце столетия. Потребовалось 200 лет, чтобы долг федерального правительства достиг 2 трлн дол. в 1985 г., — сопоставьте эти темпы роста и вы увидите, почему использовано слово «опасность».

До настоящего времени конгресс и президенты США не проявили серьезной озабоченности в отношении роста задолженности федерального правительства, напротив, перед выборами отмечался излишний оптимизм. Законом Грэмма—Радмана (1985) предусмотрено автоматическое сокращение бюджета в случае, если конгресс не смог это сделать. Однако конгресс нашел эффективные парламентские меры против секвестра средств по этому закону. Кроме того, ключевое положение этого закона было отменено Верховным судом в июле 1986 г. Прогресс в вопросе сокращения долга был обескураживающим.

Сам размер и рост дефицита требуют наличия механизма его финансирования, и рынок ценных бумаг правительства США стал крупнейшим и самым ликвидным рынком ценных бумаг в мире — рынком, где миллионы долларов по стоимости в рутинном порядке сменяют владельцев в отдельных сделках, зачастую по ценам, равным ценам предыдущей продажи или близким к ним. Это также международный рынок, на котором консервативные инвесторы, которые превыше всего ценят сохранность капитала, могут сделать свой выбор. Крупные покупки иностранных инвесторов, в особенности германских и японских, в сущности, финансировали значительную часть дефицита бюджета правительства в 80-х годах. Естественно, эта зависимость от иностранных инвесторов создает потенциальную проблему, если инвесторы решат инвестировать свои средства в другом месте. Это может произойти в том случае, если инвесторы станут опасаться девальвации доллара по отношению к иностранным валютам, поэтому привлекательная надежность и доходы по казначейским ценным бумагам должны превышать потери от изменения курса валют, когда поступления вновь конвертируются в национальную валюту страны инвестора.

Если исключить тех, кто доверяет только материальным активам типа недвижимости или более загадочным активам типа золота или бейсбольных программ, то американские инвесторы, чьей первейшей заботой является безопасность вложенных денег, должны покупать ценные бумаги правительства США. Поскольку своевременность выплат основного долга и процентов прямо гарантируется Министерством финансов США, не существует риска *неплатежа* при владении ими. Это означает, что заимствованные деньги *будут* вовремя выплачены, так же как и полагающийся процент. Конечно, способность правительства превращать долг в деньги путем инфляции может привести к снижению покупательной способности инвестированных долларов, когда они будут возвращаться при погашении, но нет никаких сомнений в том, что они будут выплачены. Нет более надежной гарантии в области инвестиций в США или за границей.

Однако инвесторы помимо кредитных рисков озабочены кое-чем другим. Они ищут высокие прибыли (с учетом того риска, на который они готовы пойти) и, по возможности, налоговые льготы. Казначейские ценные бумаги США обычно приносят несколько меньший доход по сравнению с облигациями корпораций высокого качества с аналогичными сроками погашения, но не настолько меньший, чтобы инвестор мог предпочесть преимущество повышенного дохода более высокой надежности казначейских ценных бумаг. Например, в конце 1991 г. новая эмиссия долгосрочных казначейских обязательств со сроком погашения 30 лет с 8 У⁸%-ми купонами давала общую доходность к погашению в размере примерно 7,92%. В то же самое время облигации «Атосо», имевшие рейтинг AAA и срок погашения в 2016 г., имели 8,625%-е купоны и общую доходность к погашению 8,542%. Обе облигации продавались с небольшой премией (в размере менее 2 пунктов) к номинальной стоимости. Следовательно, инвестор, имеющий, скажем, около 20 тыс. дол. для инвестирования, мог выбирать между процентным доходом в размере 1625 дол. по казначейским ценным бумагам и 1725 дол. по облигациям «Атосо». Разница в 100 дол. не является незначительной суммой, однако она вполне могла стоить этой цены.

Кроме того, существуют возможные налоговые льготы при владении казначейскими ценными бумагами. Выплаченный процент облагается федеральным подоходным налогом, но не облагается всеми подоходными налогами штатов и местных органов власти. Тем самым инвестор, который платит подоходные налоги штату и городу помимо обычных федеральных подоходных налогов, может обнаружить, что доходность по облигациям правительства США после вычета налогов может быть почти равной аналогичному показателю менее надежного обязательства корпорации, которое облагается всеми тремя видами налогов.

КАЗНАЧЕЙСКИЕ ВЕКСЕЛЯ

Казначейские векселя являются казначейскими краткосрочными ценными бумагами со сроками погашения 3 месяца, 6 месяцев и 1 год с момента эмиссии. В отличие от более долгосрочных долговых ценных бумаг у них нет «купонной» процентной ставки. Они продаются со скидкой к номиналу, что означает, что они предлагаются по меньшей цене в долларах по сравнению со стоимостью при их погашении. С точки зрения обложения налогами эта разница в ценах, или скидка, рассматривается таким образом, как будто они были получены при выплате процентов. Например, инвестор может купить казначейские векселя с доходностью 6% со сроком погашения 1 год на 100 тыс. дол. номинальной стоимости. Стоимость инвестиций в долларах составит 94 тыс. дол. и при погашении составила бы номинальную стоимость (или номинальную сумму). Поскольку казначейские векселя продаются со скидкой, то эффективная или реальная доходность для инвестора выше, чем приведенная процентная ставка. Например, эффективная процентная ставка для инвестора по казначейским векселям со сроком погашения 1 год составит 6,38% (6000 дол./94 000 дол.).

Популярность казначейских векселей возросла в связи с повышением процентных ставок в конце 70-х и начале 80-х годов. Несмотря на то что впо-

следствии процентные ставки возвратились к своим более обычным уровням, количество казначейских векселей, находящихся в обращении, по-прежнему велико. На конец сентября 1991 г. в обращении находилось казначейских векселей на общую сумму примерно 564,6 млрд дол., или около 24% всех долговых обязательств Министерства финансов США, представленных публично обращающимися на рынке ценными бумагами¹. Поскольку некоторые государственные учреждения, например Федеральный резервный банк, также владеют большим количеством казначейских векселей, реальная доля в процентах может быть выше. В действительности слово «владеть» используется только в смысле владения обязательствами. Министерство финансов США не выпускало реальных сертификатов векселей в течение многих лет. Они выпускаются только в качестве записей в электронной системе, называемых балансовыми.

Министерство финансов США продает на аукционах новые казначейские векселя со сроками погашения 91 день и 180 дней еженедельно по понедельникам, а со сроком погашения 1 год — ежемесячно. Активная торговля идет на вторичном рынке, при этом наибольший интерес проявляется к самой последней по времени эмиссии, прошедшей через аукцион. Поскольку стандартный «круглый лот» для торговли составляет 1 млн дол., типичный инвестор практически не пытается участвовать в ней. Как правило, свободные от риска краткосрочные инвестиции могут быть произведены путем инвестирования в инвестиционные фонды открытого типа, которые вкладывают средства только в краткосрочные обязательства денежного рынка и большинство которых является крупными покупателями казначейских векселей, или на банковские счета денежного рынка. Подобные инвестиции часто могут быть совершены в минимальном размере 1000 дол. в фонды или 2500 дол. на банковские счета. Эти инвестиции обеспечивают надежность и ликвидность казначейских векселей и позволяют избежать проблемы с покупкой. Однако инвестор может совершить покупку казначейских векселей на минимальную сумму 10 тыс. дол. непосредственно в ближайшем Федеральном резервном банке, при этом подобные покупки должны оставаться у покупателя вплоть до срока погашения. Лишь немногие коммерческие банки или брокеры будут выполнять приказ на такие незначительные суммы.

Казначейские векселя котируются скорее на основе доходности, а не номинала в долларах или процентах. Типичная котировка могла бы выглядеть следующим образом: 5,63—5,59, что указывает на предложение цены со скидкой с доходом 5,63% и предложение о продаже с доходом 5,59%. Поскольку более высокие доходы означают более низкие цены в долларах, «цена покупателя» (цена, которую покупатель готов заплатить) будет ниже «цены продавца» (цена, которую продавец согласен принять). Однако при переводе в доллары цена покупателя ниже цены продавца. Например, если котируемые казначейские векселя имели срок погашения 1 год и номинальную сумму 1 млн дол., то долларовая цена покупателя составила бы 94 370 дол. (100 000 — 5630 дол.), а продавца — 94 410 дол. (100 000 — 5590 дол.). Торговцы

¹ Bureau of the Public Debt, Monthly Statement of the Public Debt of the United States, Sept. 30, 1991, Table 1.

считают изменения котировок в *базисных пунктах*, сотых долях каждого процентного пункта доходности. В данном случае разница в котировках составляет 4 базисных пункта. При приведенной в примере номинальной стоимости 100 тыс. дол. разница между ценой покупателя и продавца составляет 40 дол. ($0,0004 \times 100\ 000$ дол.). По казначейским векселям со сроком погашения 3 месяца каждый базисный пункт составляет по стоимости одну четвертую часть этой суммы ($91/365 \times 0,0004 \times 100\ 000$ дол.).

Казначейские векселя считаются почти не имеющими риска среди всех ценных бумаг, поэтому они исключительно популярны среди институциональных инвесторов, которые заняты поиском временного убежища для средств, ожидающих каких-либо реинвестиций. Иностранные инвесторы предпочитают инвестиции в казначейские векселя. Рынок казначейских векселей является единственным рынком, который достаточно велик для поглощения огромного притока новых средств без резкого изменения цены, и единственным достаточно ликвидным рынком, который позволяет легко изъять крупные средства. Приток «нефтедолларов» из Организации стран—экспортеров нефти (ОПЕК) в 70-х годах в основном рециклировался путем инвестиций в казначейские векселя, хотя экономисты ожидали крупных сдвигов (или совпадающих нарушений) на рынках других активов, таких, как золото, недвижимость и акции. Еще один фактор при оценке ценных бумаг правительства США в качестве инвестиций — политическая стабильность. Привыкшие к ней граждане США считают гарантированной преемственность процесса политических перемен. Однако многие из тех, кто не живет в США, проявляют большую осторожность и, пережив или испытав угрозы национализации и экспроприации материальных ценностей, стремятся обезопасить активы, переводя их в те страны, где им не угрожают подобные действия. Все это в совокупности с ликвидностью и размером рынка превращает ценные бумаги правительства США в целом и казначейские векселя в особенности в самые лучшие инвестиции для отечественных или иностранных инвесторов, обеспокоенных безопасностью своих средств.

КАЗНАЧЕЙСКИЕ СРЕДНЕСРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Примерно 58% текущего долга правительства США, представленного обращающимися на рынке ценными бумагами, находится в форме казначейских среднесрочных облигаций. На 30 сентября 1991 г. они составляли 1387,7 млрд дол. из 2390,6 млрд дол. этого государственного долга². Казначейские среднесрочные облигации выпускаются с первоначальными сроками погашения от 2 до 10 лет, что подходит для среднесрочного инвестора. Поскольку они безотзывные (не подлежат досрочному погашению Министерством финансов США), держатель уверен в получении установленного дохода с дня покупки.

Казначейские среднесрочные облигации выпускаются по номинальной стоимости и котируются в виде процента от номинальной основы подобно облигациям корпораций. Однако из-за огромного размера каждой эмиссии отклонение в котировке на $\frac{x}{\%}$ (1,25 дол. на 1000 дол. номинальной стоимо-

² *Ibid.* »

³ Фондовый рынок

сти), обычное для облигаций корпораций, слишком велико для эффективной торговли. На рынке, где 100 тыс. дол. считается небольшой суммой, а сделки на суммы в многие миллионы долларов — обычное явление, различия в ценах покупателя и продавца должны быть меньше; например, если облигация котируется с предложенной покупателем ценой в $98 \frac{1}{4}$ пункта и предложенной продавцом ценой $98 \frac{1}{8}$ пункта, то разница в долларовом выражении при сделке с облигациями номинальной стоимостью 1 млн дол. составит 2500 дол. ($0,0025 \times 1\,000\,000$ дол.). Поэтому казначейские среднесрочные облигации котируются с минимальным округлением курса до $\frac{1}{32}$ % номинальной стоимости. Поскольку $\frac{1}{32}$ % от 1000 дол. составляет только 0,3125 дол., различия в котировках могут быть значительно сокращены к обоюдной выгоде покупателя и продавца. Каждая $\frac{1}{32}$ отделяется от целых чисел процентов номинальной стоимости либо двоеточием ($99 : 24$), либо тире ($99-24$) в наиболее часто используемых способах котировки. Следовательно, $99 : 24$ показывает $99 \frac{24}{32}$ % номинальной стоимости, или 997,5 дол. при котировке 1000 дол. ($0,9975 \times 1000$ дол.). Раньше цены давались в «десятичном» виде, например 99,24. Несмотря на то что профессиональные торговцы легко распознавали, что это эквивалентно $99,75\%$, этот способ написания приводил к замешательству индивидуальных инвесторов и был в основном заменен.

По казначейским среднесрочным облигациям проценты выплачиваются раз в полугодие купоном, чеком или зачисляются в кредит счета в зависимости от формы. В июне 1986 г. Министерство финансов США прекратило выпуск реальных сертификатов казначейских, среднесрочных облигаций. С этого времени все новые эмиссии производятся только в балансовой (электронной) форме. Однако большое количество именных облигаций и облигаций на предъявителя еще останутся в обращении до 1996 г. Держатели именных облигаций получают чеки непосредственно из Министерства финансов США, а держатели облигаций на предъявителя должны отрезать и послать купоны в Министерство финансов США обычно через посредника, в роли которого выступает банк или брокер/дилер.

Казначейские среднесрочные облигации можно приобрести в номиналах по 1000 дол. или 5000 дол. в зависимости от эмиссии. Большинство брокеров обуславливают выполнение заказа минимальной суммой 5000 дол. для казначейских среднесрочных облигаций. Отражая высокие в целом процентные ставки того времени, облигации со сроком погашения 7 лет в 1984 г. приносили доход $12\frac{1}{2}\%$. К середине 1986 г. эта ставка снизилась до более нормальных 7%, но по-прежнему была ненамного ниже, чем доход по облигациям корпораций высокого качества с аналогичными сроками погашения.

КАЗНАЧЕЙСКИЕ ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Потребности Министерства финансов США в более долгосрочном финансировании покрываются путем эмиссии долгосрочных облигаций. С технической точки зрения казначейские долгосрочные облигации могут иметь любой срок погашения по желанию Министерства финансов США, но в последние годы обычно выпускаются облигации со сроками погашения 30 лет. За последнее десятилетие популярность долгосрочных облигаций снизилась, что

было, безусловно, связано с исключительным непостоянством процентных ставок в течение этого периода.

Несмотря на то что все цены на облигации снижаются при повышении процентных ставок, величина снижения значительно возрастает при длительных сроках погашения при сравнении с более короткими. Например, если бы новые правительственные эмиссии приносили доход 11% при всех сроках погашения (гипотетическая, но полезная иллюстрация), а ставки поднялись до 12%, то обязательства со сроком погашения 1 год упали бы со 100 до 99,08%. С другой стороны, произошло бы снижение по облигациям со сроком погашения 30 лет до 91,2%. Более того, если бы ставки поднялись до 14%, то облигации со сроком погашения 30 лет упали бы до 78,94%. Изменение ставок такого размаха на самом деле произошло в начале 80-х годов, и инвесторы, державшие долгосрочные облигации, действительно столкнулись с таким падением цен. Несмотря на то что не было никакой серьезной озабоченности по поводу оплаты облигаций при наступлении сроков погашения, инвесторы, вынужденные их продать до наступления сроков погашения, потерпели серьезные убытки. Естественно, этот опыт требует проявления достаточной осторожности при инвестировании новых средств, и многие инвесторы отказались от долгосрочных вложений, включая казначейские долгосрочные облигации. На 30 сентября 1991 г. в обращении их находилось только на 423,3 млрд дол., или около 17% долга Министерства финансов США, представленного обращающимися на рынке ценными бумагами.

Характерные черты долгосрочных и рассмотренных выше среднесрочных облигаций аналогичны. Есть одно существенное отличие между среднесрочными и долгосрочными облигациями, помимо сроков погашения, — возможность отзыва. Ряд долгосрочных облигаций погашается Министерством финансов США до наступления объявленных сроков погашения путем оговорки о досрочном выкупе. Почти половина всех облигаций, срок погашения которых наступает в 1995-м и последующих годах, содержит оговорку о досрочном выкупе. Эти облигации можно легко определить по их спискам в газетах. Например, название «13 $\frac{1}{4}$ % облигация Министерства финансов США с мая 2009—2014 г.» обозначает облигацию, срок погашения которой наступает в мае 2014 г., но она может подлежать выкупу Министерством финансов США в любое время, начиная с мая 2009 г. Если процентные ставки в то время будут значительно ниже, то можно ожидать выкупа облигаций, чтобы Министерство финансов США могло рефинансировать этот долг по более низким ставкам. Если процентные ставки будут по-прежнему составлять 13% или более, то у правительства не будет никакого стимула погашать эмиссию досрочно до наступления срока погашения. Безотзывные эмиссии не имеют написанных через тире сроков погашения, а имеют скорее единую дату, например, 12 $\frac{3}{8}$ % с мая 2004 г. Министерство финансов не выпускало отзывные облигации с середины 80-х годов, поэтому доля безотзывной задолженности, находящейся в обращении, растет.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ ГОСУДАРСТВЕННЫХ АГЕНТСТВ

Помимо описанных выше ценных бумаг существуют разнообразные квазигосударственные эмиссии, которые обычно смешиваются в общую массу под чрезвычайно эластичным названием «агентства». Большинство из них выпускаются ассоциациями или агентствами, созданными по решению конгресса. Многие из них имеют государственные гарантии. В целом они рассматриваются с точки зрения качества чуть ниже по надежности по сравнению с прямыми обязательствами Министерства финансов США и обычно имеют несколько большую доходность с целью компенсации для покупателя дополнительного риска, хотя и небольшого. Некоторые имеют такие же налоговые характеристики, как и казначейские ценные бумаги, но большинство не освобождается от уплаты налогов штату или местным органам власти.

Обычно считается, что обязательства агентств исключительно высокого качества. На конец 1988 г. в обращении находились эмиссии этих учреждений (за исключением пулов ипотек) на общую сумму свыше 1116,9 млрд дол., что составляло примерно 30% от размера прямой задолженности Министерства финансов США. Большинство этих организаций получают доход от своей основной деятельности, и, независимо от формы государственной поддержки, они не получали средств от Министерства финансов США.

Конгресс создал широкий круг агентств, уполномоченных выпускать ценные бумаги. Даже небольшой перечень может дать некоторое представление об этом разнообразии:

- Система фермерского кредита,
- Правление системы федеральных банков по кредитованию жилищного строительства,
- Управление торгового флота,
- Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита,
- Государственная национальная ассоциация ипотечного кредита,
- Ассоциация по предоставлению кредита студентам,
- Управление развития водного, энергетического и сельского хозяйства долины реки Теннесси,
- Управление городского транспорта Вашингтона,
- Почтовая служба США.

Сроки погашения разнообразны — от 3 месяцев (например, векселя Проекта возрождения городов) до 20 или 30 лет для долговых обязательств и облигаций. Поэтому для инвестора существует широкий выбор ценных бумаг государственных агентств, и зачастую он может получить по ним больший доход по сравнению с ценными бумагами Министерства финансов США, при этом не подвергая вложенные средства слишком большому дополнительному риску.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ЗАКЛАДНЫМИ

В течение длительного времени банки и другие ипотечные кредиторы продавали жилищные закладные инвесторам и другим кредиторам в качестве средства

повышения ликвидности своих портфелей. Большинство американцев считают владение жильем священным правом, а неуплату ежемесячного ипотечного платежа грехом, если не сказать больше. Кроме того, постоянный рост цен на жилье в течение многих лет защищал кредитора, поскольку стоимость обеспечения финансируемого актива (дома) увеличивалась даже быстрее, чем выплаченная сумма основного долга.

Проблема совершения сделок с ипотекой состоит в том, что каждая ссуда уникальна, поскольку привязана определенным образом к определенному человеку, определенной собственности, определенному месту и определенной ставке. Это привело к общему дефициту ликвидности и изъятию из обращения огромного количества денег, «связанных» в ипотечных инвестициях. В конце 1985 г., например, в США непогашенная ипотечная задолженность превышала 2,2 трлн дол., что было на тот момент почти на 400 млрд дол. больше всего государственного долга США.

Ключ к разблокированию этого финансового сокровища был предоставлен Правительственной национальной ипотечной ассоциацией (GNMA, или «Ginny Mae» — «Джинни Мэй» по инициалам названия). В настоящее время ипотечные банки могут создавать пулы схожих ипотек, обычно на сумму, кратную 1 млн дол., и представлять их GNMA. Ассоциация гарантирует пулы и превращает их во вторичные ценные бумаги, выпущенные на базе пула ипотек, которые затем перепродаются инвесторам в партиях, кратных 25 тыс. дол. Таким образом, покупатель становится пропорциональным держателем многочисленных закладных, гарантированных правительством, либо гарантированных Ведомством по делам ветеранов, либо застрахованных Федеральным управлением жилищного строительства. Ежемесячно инвестор получает чек от пула, представляющий его долю процента и выплаченного основного долга по кредиту. Это исключительно привлекательные инвестиции как для институциональных, так и индивидуальных инвесторов, в особенности тех, которые заинтересованы в надежности и больших наличных поступлениях по сравнению с теми, которые дают обычные государственные ценные бумаги.

С другой стороны, ипотечный банк получает наличные от продаж GNMA и может немедленно начать заключать новые ипотечные сделки. Кажется, что этот процесс создал ситуацию, когда нет проигравших. Инвесторы получили приносящие высокие доходы и гарантированные государством выплаты, ипотечные банки — наличные для расширения своих ссуд, строительная промышленность — средства для нового строительства, которое в ином случае было бы невозможно; и, естественно, дилеры по ценным бумагам получили новое средство купли-продажи.

Поэтому вряд ли кто-то сомневался в успехе ценных бумаг GNMA. Стоимость находящихся в обращении этих ценных бумаг увеличилась с 250 млн дол. в 1970 г. почти до 400 млрд дол. к концу 1990 г. Другие государственные агентства, а также заинтересованные деловые круги начали выпускать ценные бумаги, обеспеченные закладными, в результате к концу третьего квартала 1990 г. в обращении находились ценные бумаги ипотечных пулов на сумму свыше 984 млрд дол.

Первоначальный замысел Правительственной национальной ипотечной ассоциации был расширен и изменен таким образом, что на этой основе появились новые, весьма отличающиеся друг от друга ценные бумаги. Несмотря на свою привлекательность, вторичные ценные бумаги, выпущенные на базе пула ипотек, имеют некоторые и при том значительные недостатки. Важнейший из них — непредсказуемость: нельзя точно сказать, когда должники по закладным собираются уплатить по своим ссудам. Так резкое падение процентных ставок в 1985—1986 гг. привело к огромному рефинансированию ипотечных ссуд, взятых по ставкам в 15% и выше. В свою очередь это привело к платежам в счет частичного погашения основного долга по многим ипотечным пулам за много лет до тех сроков, которые давались по самым консервативным прогнозам. При такой быстрой выплате основного долга доходность, которая, как считалось, сохранится на высоком уровне по ипотечным ценным бумагам в течение многих лет, резко снизилась, чем опрокинула многие инвестиционные прогнозы.

Эта проблема была учтена при создании обеспеченных ипотечных обязательств — СМО, впервые выпущенных в 1981 г. СМО состоят из партий ипотечных пулов или закладных сертификатов и обычно делятся на четыре различных класса ценных бумаг, называемых *траншами*. Сроки погашения СМО составляют 2, 5, 7 и 20 лет, проценты могут выплачиваться ежемесячно, ежеквартально или даже раз в полугодие. После осуществления всех необходимых по каждому траншу платежей по процентам вся остающаяся наличность направляется на возвращение основного долга по траншу с ближайшим по времени сроком погашения. После погашения этого транша платежи направляются на следующий транш и т.д. Эти последовательные выплаты создают ценные бумаги с предсказуемыми денежными потоками, что в значительной степени напоминает обычные облигации корпораций. Эта предсказуемость повышает привлекательность СМО для таких инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании, для которых важно соотнести сроки погашения по активам и обязательствам.

Действительно, обеспеченные ипотечные обязательства превратились в доминирующую форму новых эмиссий на рынке ипотечных ценных бумаг. Инициатором этой идеи стала Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита (FHLMC, или «Freddie Mae» — «Фредди Мэк»). Как Правительственная национальная ипотечная ассоциация, так и Федеральная национальная ипотечная ассоциация (FNMA, или «Fannie Mae» — «Фанни Мэй») также выпускали в значительных объемах СМО. Кроме того, несколько брокерских фирм и другие негосударственные эмитенты также выпускали СМО. Несмотря на то что все СМО согласно обычным стандартам могут рассматриваться в качестве надежных инструментов, самый осторожный инвестор должен понимать, что только ценные бумаги Правительственной национальной ипотечной ассоциацией полностью обеспечиваются правительством США. Ценные бумаги Федеральной национальной ипотечной ассоциации и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита являются ценными бумагами агентств, и поэтому они менее надежны по сравнению с эмиссиями Правительственной национальной ипотечной ассоциацией.

Закон о налоговой реформе 1986 г. привел к модификации идеи обеспеченных ипотечных обязательств, которая получила название «канал инвес-

тиций закладных под недвижимость» (REMIC), имеющих более гибкую структуру по сравнению с обеспеченными ипотечными обязательствами и хранящих ссуды почти под любую недвижимость. REMIC предоставляют налоговые и бухгалтерские преимущества эмитенту. Однако с точки зрения инвестора, эти преимущества не выглядят слишком значительными. Наиболее экономичная структура REMIC в некоторых случаях дает несколько более высокие выплаты по процентам по сравнению с аналогичными обеспеченными ипотечными обязательствами.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ С НУЛЕВЫМ КУПОНОМ

Понижающаяся модель процентных ставок последних лет привела не только к созданию целого комплекса ценных бумаг нового типа, но и возобновлению интереса к исключительно простому типу ценных бумаг — *облигациям с нулевым купоном*. «Нулевые» ценные бумаги выпускаются с большими дисконтами, или скидками с номинала, которые могут составлять до 20% от стоимости погашения. По существу, держатель не получает платежей по процентам, но в свою очередь не имеет забот по реинвестированию своих денег, если они появятся, по более низким ставкам. Иными словами, если «нулевые» ценные бумаги хранятся до срока погашения, то первоначальная общая доходность к погашению в них зафиксирована, даже если произойдет резкое падение процентных ставок. До настоящего времени как корпоративные, так и муниципальные эмитенты весьма успешно использовали эти ценные бумаги. Однако сильное падение ставок в 1986 г. резко повысило цены на облигации и снизило популярность новых «нулевых» эмиссий. Однако держатели находящихся в обращении «нулевых» ценных бумаг получили даже большую выгоду от повышения цен, чем от акций на рынке, где в то же самое время наблюдалась тенденция к повышению курсов.

Государственные агентства являлись крупнейшими эмитентами ценных бумаг с нулевым купоном. Два самых крупных эмитента среди них — Федеральная национальная ипотечная ассоциация и Федеральная корпорация жилищно-ипотечного кредита. Министерство финансов начало свою собственную программу «нулевых» ценных бумаг в марте 1985 г., когда оно выпустило свои ценные бумаги с отдельным заключением сделок по процентам и основному долгу (STRIPS — с отделением купона от основной облигации). Их успех заметно притормозил дальнейшее создание партий ценных бумаг, характерных для хитрых инвестиционных банкиров, которые воспользовались спросом на государственные ценные бумаги с нулевым купоном, создав искусственные ценные бумаги путем «отделения» купона от долгосрочных эмиссий Министерства финансов США.

В результате составные части были разделены на две отдельные ценные бумаги: (1) купоны, представляющие будущие поступления наличных, которые будут получены в виде паушальной суммы при наступлении срока погашения, и (2) «корпус», или основная сумма долга, которая также представляет выплату паушальной суммы при наступлении срока погашения. Инвестиционные банкиры обнаружили, что они могли иметь по двум частям в совокупности более высокую цену по сравнению с самой облигацией, тем

самым получая прибыль от перепродажи по более высокой цене в процессе создания.

В начале 80-х годов брокерские фирмы воспользовались идеей отделения купона и начали продавать свои собственные отделенные купоны индивидуальным инвесторам, используя ряд легко запоминающихся сокращений в виде названий животных из семейства кошачьих, например CATS (кошки), COUGARS (пумы), TIGERS (тигры) и LIONS (львы). Эти ценные бумаги быстро приобрели популярность среди инвесторов, которые стали размещать их в такие средства уменьшения налога, как индивидуальные пенсионные счета, планы Кеог и пенсионные программы или программы участия в прибылях. В них фиксировалась высокая доходность, превалировавшая в то время, что, по существу, гарантировало впечатляющие инвестиционные результаты до тех пор, пока ставки не поползли еще выше, что с политической точки зрения в то время стало неприятным событием для конгресса и президента. При падении ставок, а это ожидалось многими, владелец «нулевых» ценных бумаг был избавлен от риска реинвестиций, подобного тому, с которым приходилось сталкиваться владельцу обыкновенной облигации на предъявителя. Например, падающие ставки могли привести к повышению цен на облигации, но в то же время создать проблему. Проценты, регулярно получаемые по купонам, должны затем реинвестироваться по более низким ставкам, господствовавшим в то время. Поэтому это явление могло бы снизить общую доходность к погашению по обыкновенной облигации. С другой стороны, облигация с нулевым купоном не имеет купонов, которые надо реинвестировать. Тогда цена пошла бы резко вверх, что привело бы к новой кривой доходности. Безусловно, при росте ставок было бы верно противоположное. Однако в любом случае доходность на время покупки стала бы реальной общей доходностью к погашению, если бы облигации сохранялись до их погашения.

Использование отделения купона распространилось на ипотечный рынок. Ценные бумаги, обеспеченные закладными, могут быть разделены на ценные бумаги, которые называются «только процент» или «только основной долг». В периоды снижения процентных ставок облигации «только процент» очень привлекательны, поскольку их доход по купону дает больше, чем текущие процентные ставки. Однако облигации «только основной долг» подвержены быстрому риску выплаты при рефинансировании старых закладных с высоким купонным доходом. В случае роста ставок ситуация противоположная. Подобно всем другим ценным бумагам с нулевым купоном их цены отличаются исключительной неустойчивостью.

В начале 80-х годов облигации с отделенным купоном обеспечивали впечатляющую доходность. Например, в сентябре 1984 г. CATS со сроком погашения 10 лет («нулевые» ценные бумаги «Salomon Brothers») имели цену 302,53 дол. на основную сумму долга 1000 дол. с общей доходностью к погашению 12,5%. Если не трогать инвестиции, вложение 10 тыс. дол. могло бы возрасти до 33 тыс. дол. к 1994 г. Несмотря на то что в начале 90-х годов процентные ставки в целом упали до самого низкого уровня за предшествовавшие 15 лет, покупатели этих CATS или аналогичных ценных бумаг по-прежнему получали тот же самый 12,5%-й доход в то время, как сопостави-

мые казначейские ценные бумаги приносили доход, который был ниже более чем в два раза.

Процесс отделения купона может быть и обратным. Поскольку рынок временами дает неверную цену компонентам облигации с отделенным купоном, это позволяет торговцам иногда приобретать отдельные части по стоимости, которая меньше стоимости целой облигации. В подобных обстоятельствах облигации с отделенным купоном превращаются в обыкновенные казначейские ценные бумаги.

Следует заметить, что ценные бумаги с отделенным купоном не являются привлекательными инвестициями для индивидуальных инвесторов, когда они не помещены в какой-либо программе, позволяющей сокращать налог. Это происходит потому, что повышенная скидка с номинала рассматривается в качестве «вмененного дохода» и облагается налогом, как будто она получена наличными. Дело в том, что в принципе скидка с номинала должна быть выплачена на пропорциональной основе, хотя в действительности не было получено никаких наличных. Инвесторы должны также проявлять осторожность при покупке «нулевых» ценных бумаг для своих детей на счета, созданные согласно единому закону о передаче имущества или дарений несовершеннолетним. В некоторых случаях условный доход может облагаться налогом, но не выплачиваются никакие проценты, с которых надо платить налоги. Поскольку расчетный процент по муниципальным облигациям с нулевым купоном оплачивается эмитентом, который не облагается налогом, то увеличение стоимости этих ценных бумаг не облагается налогом. Это позволяет использовать их для пенсионного и имущественного планирования (см. параграф «Муниципальные облигации»).

КУПЛЯ-ПРОДАЖА ЦЕННЫХ БУМАГ ПРАВИТЕЛЬСТВА США

Вся значительная купля-продажа казначейских ценных бумаг осуществляется дилерами на внебиржевом рынке. К числу крупнейших дилеров относятся те, которые признаны Федеральной резервной системой (ФРС) в качестве *первичных дилеров*. Эти фирмы принимают участие в регулярных аукционах Министерства финансов США и готовы поддержать «двусторонний» рынок как покупки, так и продажи в значительном объеме в любой момент. Американская фондовая биржа предлагает автоматизированный рынок для «неполных лотов» казначейских среднесрочных и долгосрочных облигаций (партии с номинальной стоимостью от 1 тыс. до 99 тыс. дол.), но объем торговли был относительно невелик — 2,7 млрд дол. в 1990 г.³ Существует также незначительное число междилерских брокеров, которые действуют в качестве посредников между крупнейшими дилерами. Эти фирмы, включая «RMJ Securities*», «Liberty Securities*» и «Cantor, Fitzgerald», обычно неизвестны публике и используются крупнейшими дилерами, помимо других соображений, для гарантирования определенной анонимности при совершении крупных покупок или продаж.

³ *American Stock Exchange Fact Book — 1990*, p. 23.

Дилеры связаны между собой телефонной или компьютерной сетью. Купля-продажа осуществляется обычно в номинальных суммах, кратных 1 млн дол., и обычно *нетто-основе* (чистой основе). Никакие комиссионные не берутся по чистым сделкам, прибыль дилера в виде наценки включается в цену приказа клиента о покупке или в виде скидки вычитается из цены исполнения приказа клиента о продаже. Розничные приказы клиентов могут направляться почти через любого брокера-дилера, а с клиента может взиматься или не взиматься комиссионное вознаграждение за исполнение. Клиенты могут также направлять приказы непосредственно в местные федеральные резервные банки во время регулярно проводимых аукционов.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка выступает в качестве аукциониста при каждом заимствовании Министерства финансов США. По понедельникам проводятся аукционы по казначейским векселям со сроками погашения 13 и 26 недель. Аукционы по векселям со сроками погашения 1 год проводятся раз в 4 недели, что составляет 13 подобных аукционов в год. Казначейские среднесрочные облигации со сроками погашения 2 года и 5 лет продаются ежемесячно, а аукцион по облигациям со сроками погашения 7 лет проводится в первом месяце каждого календарного квартала. Облигации со сроками погашения 3 года и 10 лет предлагаются к продаже один раз в 90 дней в течение регулярно проводимых Министерством финансов США ежеквартальных обменов старых облигаций на облигации нового выпуска, когда Министерство финансов США пытается осуществить реструктуризацию части национального долга, размещенного на рынке ценных бумаг. Кроме того, казначейские векселя с различными сроками погашения периодически продаются с целью контроля и регулирования денежной массы по мере необходимости.

Инвесторы могут принять участие в аукционах двумя различными способами. Во-первых, они могут представить *конкурентные* предложения с указанием процентной ставки, которую они готовы принять, а также количество, которое они хотят купить. Конкурентные предложения должны превышать по объему 5 млн дол. и выполняются в соответствии с указанными процентными ставками, при этом сначала выполняются предложения с наиболее низкими процентными ставками. Следовательно, некоторые участники торгов могут не получить размещения, поскольку их предложения оказались недостаточно энергичными. Во-вторых, они могут представить неконкурентные предложения, которые полностью выполняются по средней ставке, установленной конкурирующими участниками торгов. Подобные участники торгов получают ставку, которая ненамного отличается от наилучшей конкурентной ставки. До тех пор пока предложение не сделано на несколько миллионов долларов, разница в полученных ставках не может серьезным образом ущемить представившего неконкурентное предложение.

В сделках на вторичном рынке почти полностью доминируют первичные дилеры и их клиенты. В 1991 г. существовало 39 подобных дилеров, в число которых входили многие крупнейшие коммерческие банки страны и дилеры по ценным бумагам, а также несколько местных филиалов иностранных банков и брокеров. Федеральная резервная система назначает этих дилеров, если они отвечают определенным (не всегда объективным) критериям. В число основных рассматриваемых факторов входят: капитал, готовность «делать рынки»,

результаты деятельности и персонал. Можно предположить, что выбор в члены подобной элитной группы равноценен лицензии на чеканку денег, но это не так. В последние годы ряд дилеров добровольно отказались от своего первичного статуса, и существует широко распространенное предположение о том, что только крупнейшие, наиболее активные фирмы регулярно извлекают значительные прибыли из своей роли первичного дилера. Рынок является высококонкурентным с очень небольшой разницей между ценами покупателей и продавцов. Кроме того, он требует значительных капиталов, которые некоторые дилеры могли бы с большей прибылью использовать в другой сфере деятельности.

Рынок казначейских ценных бумаг всегда свободно регулировался благодаря общему освобождению от норм федерального законодательства в различных законах о ценных бумагах. Однако в августе 1991 г. обнаружилось, что два трейдера в «Salomon Brothers», крупнейшем и наиболее уважаемом первичном дилере, подали неправильные предложения на аукционы Министерства финансов США и по одной позиции получили эффективный контроль над 95% некоторых аукционов, а также реальный «корнер» (контроль) по некоторым недавно выпущенным казначейским среднесрочным облигациям. Несмотря на то что их агрессивное предложение цены на аукционах снизило доходность и тем самым могло сэкономить для Министерства финансов США некоторую сумму денег, их действия сочли угрозой для честной конкуренции на рынке, имеющем огромное значение для проведения фискальной и денежно-кредитной политики США. Последовавшие расследования и слушания в конгрессе наверняка приведут к более жесткому регулированию рынка казначейских ценных бумаг.

Отчеты о котировках большинства государственных эмиссий можно найти в «The Wall Street Journal», которая содержит наиболее обширный список эмиссий казначейских ценных бумаг, и «New York Times», а также некоторых других ежедневных газетах. Сведения о ценных бумагах агентств освещаются менее подробно, несмотря на то что «The Wall Street Journal» содержит большой список эмиссий Правительственной национальной ипотечной ассоциации, Федеральной национальной ипотечной ассоциации, Федеральной системы фермерского кредита и Федерального банка по кредитованию жилищного строительства.

МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Хотя долговое бремя федерального правительства за последнее десятилетие чрезвычайно увеличилось, задолженность штатов и местных органов власти возрастала еще быстрее. Например, в 1980 г. их задолженность составляла примерно 360 млрд дол.; к концу 1988 г. она оценивалась в 759,6 млрд дол.⁴ Ценные бумаги, выпускаемые подобными органами власти, обычно называются *муниципальными облигациями*, несмотря на то что реальный эмитент может быть настолько маленьким, как местный школьный округ, или настолько большим, как штат Калифорния.

⁴ Rosario Benavides, *How Big Is the World's Bond Market?—1989 Update* (New York: Salomon Brothers Inc., 1989).

При рассмотрении казначейских ценных бумаг уже отмечалось, что процентные платежи по этим ценным бумагам освобождены от обложения налогами штатов и местных органов власти. Причину такого положения можно найти в давней доктрине, получившей название «взаимный иммунитет», которая освобождает федеральные и нижестоящие государственные организации от обложения налогами друг друга. Обратная сторона медали состоит в том, что процентные платежи по муниципальным облигациям не могут облагаться налогами федерального правительства. Эта доктрина вряд ли может оставаться неизменной, поскольку она основана в значительной мере на прецеденте Верховного суда по определенным делам. Законодательство конгресса могло изменить ее, но конгресс не достиг больших успехов при рассмотрении этого вопроса. В действительности есть существенные расхождения по вопросу полного изменения доктрины. Но поскольку она, судя по всему, благоприятствует богатым инвесторам в ущерб менее удачливым людям, эта доктрина, вероятно, останется предметом спора еще в течение нескольких лет.

Для того чтобы показать воздействие освобожденного от налога процента по сравнению с процентом, облагаемым налогом, возьмем двух инвесторов: одного из категории 28%-го федерального подоходного налога, а другого — со ставкой 15%. Если каждый из них инвестирует 10 тыс. дол. в банк, то прибыль после уплаты налога с 10%-й доходностью ежегодно составит 720 дол. для первого и 850 дол. для второго. Аналогичные инвестиции в муниципальные облигации с той же самой процентной ставкой позволяют каждому из них получить полноценный ежегодный процент в размере 1000 дол. Это соответствует прибыли в 17,6% для лица, облагаемого более низким налогом, и 38,8% для инвестора, облагаемого более высоким налогом. Инвестору из категории 28%-го налога надо было бы получить доход после уплаты налогов по облагаемому налогом инвестициям в размере примерно 13,8%, чтобы она соответствовала сумме после уплаты налогов, которую обеспечивает 10%-я муниципальная облигация.

В дополнение к этой льготе большинство штатов освобождает облигации от обложения налогами штатов и местных органов власти, если держатель проживает в штате, где была осуществлена эмиссия. Некоторые штаты имеют довольно высокий подоходный налог (максимальный — 9% в штате Нью-Йорк), а это означает, что облигации могут обладать еще большей привлекательностью для инвестора, облагаемого более высокими налогами и проживающего в одном из этих штатов. В целом это освобождение от налогов штатов и местных органов власти не простирается за пределы границ штатов, поэтому инвесторы в Пенсильвании могут защитить свой доход от федерального налогообложения при помощи эмиссий штата Калифорния, но с них будут по-прежнему брать налог штата с этого дохода.

ОБЛИГАЦИИ, ОБЕСПЕЧЕННЫЕ ОБЩЕЙ ГАРАНТИЕЙ И ДОХОДАМИ ОТ ПРОЕКТА

Муниципальные облигации с точки зрения надежности имеют смешанную репутацию. Есть две широкие категории облигаций: обеспеченные «общей гарантией» и «доходами от проекта». На самом деле было бы лучше сказать,

что существуют облигации, обеспеченные общей гарантией и не обеспеченные ею, поскольку термин «доход» слишком неточен для обозначения многочисленных форм, скрывающихся под этим названием. Среди этих двух категорий облигации, обеспеченные общей гарантией, имеют превосходную — но не полностью совершенную — репутацию с точки зрения своевременности выплат процентов и основного долга. Прекращение платежей было исключительно редким, по крайней мере для крупных эмитентов, и почти всегда эти платежи были произведены. Несколько недавних случаев в этой области произошли в гг. Нью-Йорке и Кливленде, штат Огайо. Прекращение платежей в Нью-Йорке в 1975 г. эвфемистически было названо «мораторием», однако каждый держатель облигаций знал, что это означало «прекращение платежей». В конечном счете город выручила грандиозная спасательная операция с созданием нового суперагентства — Муниципальной акцептной корпорации, или «Big Mac», — название, под которым она известна на Уолл-стрит. Прекращение платежей в Кливленде в 1978 г. было менее заметно для общественности, поскольку все векселя по эмиссии находились в банках. Тем не менее финансовое сообщество хорошо знало об этой проблеме, и рейтинг кредитоспособности Кливленда соответственно пострадал.

Однако это исключения. Облигации, обеспеченные общей гарантией, всегда гарантируются налоговыми органами — налогами на личный и/или корпоративный доход, продажи, имущество и использование дорог на уровне штата; налогами на недвижимость на уровне города. Более того, новые облигационные эмиссии почти всегда должны получить одобрение избирателей. Если налоги начинали расти слишком быстро и заимствование становилось чрезмерным, то, как показывает опыт, избиратели проявляли здравый смысл (редко демонстрируемый конгрессом на общенациональном уровне) и отвергали новые заимствования до тех пор, пока не будут выплачены старые долги, или ставили ограничения на рост задолженности или годовых налогов (например, широко известное налоговое восстание в Калифорнии, что воплотилось в поправку № 13). Вообще облигации, обеспеченные общей гарантией, имеют превосходную репутацию по надежности основного долга, уступающую только ценным бумагам правительства США среди национальных эмиссий.

Облигации, обеспеченные доходами от проекта, выпускаются агентствами или органами власти, созданными в соответствии с законодательством в штатах и городах. Обычно эти агентства не имеют прямого доступа к налоговым доходам и большинство из них обеспечивает свою деятельность, включая обслуживание долга, за счет доходов, которые они получают. К их числу относятся дорожные сборы, например «New York State Thruway». Облигации выпускаются с целью финансирования строительства и расходов по эксплуатации. Сборы, взимаемые с тех, кто пользуется услугами дорожной сети, идут на покрытие эксплуатационных затрат и задолженности. Поскольку долговые обязательства являются обязательствами только дорожных властей штата, то нет права прямого регресса к налогам штата Нью-Йорк, если сумма дорожных сборов окажется недостаточной для покрытия обязательств эмитента. В настоящее время дорожные власти получают доходы в объеме, который настолько превосходит их потребности, что власти штата выступили с пред-

ложением об использовании части этих доходов на расходы, которые обычно считались частью бюджета штата. Вместе с тем держатели некоторых других облигаций, обеспеченных доходами от проекта, оказались не столь счастливыми.

Когда муниципальное агентство не может обслуживать свой долг, по его облигациям могут быть прекращены платежи. Становится возможным прекращение платежей по процентам, и возвращение заимствованного основного долга ставится под вопрос. Цены на облигации могут упасть до уровня ниже 50% их номинальной стоимости. Например, облигации по проектам № 4 и 5 Публичной системы энергоснабжения Вашингтона продавались по цене 140 дол. при номинале 1000 дол. (и невыплате процентов) в июле 1985 г., всего через несколько лет после эмиссии. Некоторые из этих агентств полностью выплачивают основной долг и просроченные проценты; другие этого не делают. В большинстве случаев держатели подобных ценных бумаг имеют мало возможностей на пути законного регресса для покрытия своих убытков. Судебные процессы обычно почти ничего не дают по вопросу получения доходов, поскольку соответствующие агентства практически не имеют никаких средств.

Ассоциация инвесторов в облигации (некоммерческая группа) привела оценку, согласно которой по муниципальной задолженности на сумму 3,1 млрд дол. были прекращены платежи или был серьезный риск прекращения платежей в течение первых шести месяцев 1991 г.⁵ Почти вся эта задолженность имела характер долга по облигациям, обеспеченным доходами от проектов. Значительная ее часть представляет различные виды «творческого» финансирования, которые появились на рынке с целью обойти ограничения, введенные согласно закону о налоговой реформе 1986 г. Из этой суммы примерно 600 млн дол. приходилось на муниципальные ценные бумаги, обеспеченные так называемыми гарантированными инвестиционными контрактами, выпущенными «Executive Life Insurance Company», деятельность которой в настоящее время прекращена государственными регулирующими органами и переживает процесс трансформации. Большое число других облигаций, видимо, также близко к состоянию прекращения платежей.

Однако прежде чем перечислять недостатки эмиссий, обеспеченных доходом от проекта, было бы разумно привести длинный список подобных облигаций с надежным, не облагаемым налогами доходом в течение многих лет и надлежащую выплату основного долга при наступлении срока погашения. Помимо уже упомянутой выше эмиссии «New York State Thruway», среди широко известных эмиссий можно выделить:

- «Intermountain Power Supply System»,
- «San Francisco Bay Area Transit System»,
- «Pennsylvania Turnpike»,
- «Illinois Tollway»,
- «Port of New York Authority».

⁵ *Daily Bond Buyer* (July 10, 1991), p. 2.

Кроме этих грандиозных проектов, сотни больниц, университетских студенческих общежитий, гражданских центров, стадионов и подобных сооружений были построены на привлеченные таким образом средства.

Облигации, обеспеченные доходом от проекта, обычно имеют *фиксированные* сроки погашения (единый срок погашения для всей эмиссии). Обычно облигации являются отзывными. Это означает, что по истечении определенного периода времени эмитент может погасить облигации до наступления срока погашения. Облигации, обеспеченные доходом от проекта, часто имеют сроки погашения от 20 до 30 лет с момента эмиссии, иногда они выпускаются серийно.

КРАТКОСРОЧНЫЕ МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Штаты и города испытывают также текущую потребность в наличных деньгах. Налоговые поступления редко собираются чаще раза в квартал, а иногда лишь раз в год. Однако потребности местных органов власти в наличных для выплаты заработной платы и других расходов имеют постоянный характер. Для того чтобы перекинуть мост между денежными поступлениями и повседневыми муниципальными расходами, местные органы власти часто выпускают краткосрочные бумаги, обычно именуемые *векселями*. Зачастую они продаются в ожидании более регулярных поступлений средств и поэтому иногда именуются краткосрочными кредитными обязательствами местных органов власти, с целью привлечения средств до момента поступления налогов (TANS), доходов (RANS) или средств от продажи облигаций (BANS). Они выпускаются почти всегда по номинальной стоимости с фиксированной купонной ставкой, оплачиваемой через шесть месяцев, если, вексель имеет срок погашения один год. Если же срок погашения меньше одного года, то вексель обычно имеет один купон, подлежащий оплате при наступлении срока погашения. Кроме того, существует растущий рынок для муниципальных коммерческих бумаг, постоянно предлагаемых к продаже ценных бумаг, продаваемых со скидкой с номинала и выкупаемой при наступлении срока погашения по номинальной стоимости. Эти ценные бумаги обычно обеспечены аккредитивом, полученным в местном банке.

В целом рынок муниципальных векселей неликвидный, и покупатели должны быть готовы держать подобные векселя до наступления срока погашения. Несколько крупных дилеров «делают рынок» векселей, в особенности гарантированных их фирмами, но этот рынок является недостаточно емким по сравнению с рынком казначейских векселей для того, чтобы обеспечивать постоянные двусторонние (предложения цен продавца и покупателя) котировки.

Облагаемые налогом муниципальные облигации

Закон о налоговой реформе 1986 г. ограничил эмиссию некоторых видов муниципальных финансовых инструментов, когда использование средств, по мнению конгресса, приносило сомнительную общественную пользу. Среди этого сомнительного использования оказались облигации, средства от кото-

рых применялись для строительства покрытых куполом стадионов к единственной выгоде определенных профессиональных спортивных команд, для субсидирования ипотечных ставок для покупателей домов со средним доходом, а также для ряда других целей. Действительно, налогоплательщики страны субсидировали подобные облигации, поскольку Министерство финансов США не могло собрать доходы от налогов на выплаченные проценты. Дальнейшая эмиссия аналогичных ценных бумаг не запрещена, однако выплаченный процент в настоящее время облагается федеральным налогом. Облагаемые налогом муниципальные ценные бумаги обычно освобождаются от налогов штата и местных органов власти, как и обыкновенные эмиссии облигаций, обеспеченных общей гарантией или доходом от проекта, в данном штате. Несмотря на то что они остаются ценными бумагами, не подлежащими определенным правилам регулирующих органов, и не требуют регистрации согласно Закону о ценных бумагах 1933 г., их процентной ставке и кредитной надежности в настоящее время должна быть дана оценка с учетом их конкурентов — облигаций корпораций и правительства США. Перспективными покупателями с меньшей вероятностью определенных облигаций, которые доминируют на рынке облигаций, освобожденных от налогов, являются индивидуальные инвесторы и взаимные фонды открытого типа, и с большей вероятностью пенсионные фонды и аналогичные институциональные инвесторы. Поэтому их доходность обычно должна быть значительно выше доходности 60 эмиссий, освобожденных от уплаты налога, чтобы быть более конкурентоспособными для покупателей. Преимущества в доходности над эмиссиями облигаций, обеспеченных доходом от проекта, в одном и том же географическом районе иногда довольно сложно определить. Сезонные эмиссии облигаций, обеспеченных доходом от проекта, могут иметь доходность на 20—50 базисных пунктов выше сопоставляемых 60 эмиссий и, возможно, примерно на 250 базисных пунктов (или больше) ниже облагаемых налогом облигаций корпораций. Вместе с тем некоторые муниципальные облигации, обеспеченные доходом от проекта, страдают от негативного восприятия их надежности, не говоря уже об обычных прекращениях платежей, что уже было отмечено выше. Поэтому может быть и так, что некоторые облагаемые налогом муниципальные эмиссии могут реально быть менее доходными по сравнению с некоторыми обязательствами низкого качества, обеспеченными доходом от проекта и не облагаемыми налогами.

КУПЛЯ-ПРОДАЖА МУНИЦИПАЛЬНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ

Подобно купле-продаже ценных бумаг правительства США сделки с муниципальными облигациями происходят исключительно на внебиржевом рынке. Основными «делателями рынка» являются крупные брокеры/дилеры и банки, которые были упомянуты выше в связи с казначейскими ценными бумагами. Основными покупателями являются банки, страховые компании, взаимные фонды открытого типа для приобретения определенных облигаций — в особенности паевые фонды, финансируемые розничными брокерскими фирмами, и физические лица. Благотворительные и пенсионные фонды, которые являются крупными покупателями как акций, так и облигаций

корпораций, редко интересуются муниципальными ценными бумагами, поскольку они в любом случае не платят налоги и преимущества освобождения от налогов (и соответственно более низкая доходность) муниципальных ценных бумаг их не привлекает.

Рынок, независимо от его размера, не считается ликвидным. Основная проблема — огромное количество эмитентов, число которых приближается к 40 тыс. Это многообразие нагляднее всего видно при просмотре «Blue List» («Голубого списка») — национального списка предложения со стороны дилеров облигаций на вторичном рынке (т.е. уже находящихся в обращении облигаций). В нем перечисляются в алфавитном порядке (сначала по штатам, затем по городам) текущие эмиссии для продажи с указанием объема предложений, доходности или цены и дилера. В выпуск от 5 октября 1984 г., который был вполне обычным днем, были включены 15 *различных* эмиссий облигаций, обеспеченных общей гарантией или доходом от проекта, из округа Кобб, штат Джорджия. Можно только представить, сколько различных эмиссий штата Калифорния или штата Пенсильвания были также включены в это издание на 173 страницах. Аналогично можно себе представить, какой интерес будет проявлен к облигациям округа Кобб со стороны перспективного покупателя в г. Нью-Йорке.

Рынок огромен, но он фрагментарный, при этом лишь несколько дилеров «делают рынки» от западного до восточного побережья. Поскольку наибольший интерес проявляется в местных или региональных районах, этот бизнес благоприятствует местным мелким фирмам или банкам. Разница между предложенными ценами покупателя и продавца обычно велика, а котировки не очень доступны для публики. Действительно, даже список в «Wall Street Journal» содержит не более двух дюжин муниципальных эмиссий, главным образом облигаций, обеспеченных доходом от проекта.

4

ЧТЕНИЕ ФИНАНСОВОЙ ИНФОРМАЦИИ

Фондовый рынок отражает новую информацию, реакцию людей на нее и их ожидание предстоящих событий. Финансовые страницы газет общего и специального назначения являются важнейшим источником информации для многих людей. В этой главе говорится о некоторых материалах, которые появляются на подобных страницах, и в широком смысле о возможном их использовании.

ЦЕНЫ АКЦИЙ

Ежедневные сделки с акциями

Ежедневный отчет о положении на фондовом рынке занимает больше места и вызывает больший интерес и внимание по сравнению с любой другой частью финансового раздела в газете. Отчет дается в двух частях: таблица акций и краткая информация о самых высоких курсах. Большинство основных финансовых страниц дают полную информацию о сделках на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, ведущих акциях на внебиржевом рынке и взаимных фондах. Полная информация о сделках на Нью-Йоркской (NYSE) и Американской (Атех) фондовых биржах включает акции, купля-продажа которых осуществляется не только на двух крупнейших биржах, но и на пяти региональных биржах: Среднего Запада, Тихоокеанской, Филадельфийской, Бостонской и в Цинциннати, а также вне биржи через Национальную ассоциацию дилеров по ценным бумагам (NASD) и «Instinet». Некоторые газеты могут также помещать информацию об акциях, зарегистрированных только на определенных региональных или иностранных биржах и к которым проявляется интерес в этой местности.

Читатели информации об акциях могут проявить интерес к другим таблицам, которые можно найти на многочисленных финансовых страницах, где дается информация об облигациях, опционах, фьючерсах, инструментах денежного рынка и валютах.

Пункты

Котировки нескольких видов ценных бумаг на основных рынках даются в пунктах, но этот термин может быть использован по-разному для различных ценных бумаг. Для акций, прав и warrants пункт означает один доллар. Для акций, которые продаются по цене один доллар или выше за акцию, имеются семь пунктов, выраженных в дробях: $\frac{x}{\%}$, $\frac{x}{*}$, $\frac{3}{8}$ » *fa* » $\frac{5}{8}$ > V^4 и $\frac{7}{8}$ > при этом каждое различие в $\frac{x}{\%}$ пункта составляет 12 $\frac{x}{i}$ цента. Поэтому акция, продающаяся за 25 $\frac{5}{8}$ пункта, стоит 25 дол. 62 $\frac{x}{r}$ цента. Котировки акций, являющихся объектом ежедневных сделок и по которым публикуются ежедневные котировки, колеблются от $\frac{x}{\%}$ до $\frac{x}{A}$ пункта между продажами; большие колебания происходят в периоды быстрых перемен, которые могут произойти после важных неожиданных новостей¹.

Для акций, которые продаются по цене ниже одного доллара за акцию, допускаются более дробные пункты. Наименьший дробный пункт, признаваемый комиссионной шкалой NYSE, составлял $\frac{x}{256}$ пункта. В действительности лишь немногие акции продавались по цене ниже одного пункта и ни одна из них не продавалась за $\frac{1}{256}$ пункта. В настоящее время большинство бирж устанавливает минимальные различия по акциям с низкой котировкой в $\frac{1}{32}$ пункта, хотя они и оставляют за собой право при необходимости изменять величину этих минимальных изменений для определенных акций. На практике размер минимальных различий применяется прежде всего по отношению к правам на покупку акций, которые часто продаются с долями пункта.

Ежедневные сделки

Для лучшего понимания отчетов о положении на фондовом рынке в табл. 4-1 дается в качестве образца часть рыночного отчета «The Wall Street Journal» за 5 мая 1992 г. Эта таблица является полным отчетом о всех значительных фактах среди сделок, которые имели место в течение предыдущего рыночного дня по всем акциям, зарегистрированным на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Диапазон в 52 недели

Полные таблицы акций раньше начинались с колонки, указывавшей самые высокие и низкие цены в течение данного календарного года; однако это мало помогало в начале года рыночным обозревателям, которые пытались определить, является ли акция относительно дешевой или дорогой по сравнению с тем, как она котировалась в прошлом. Соответственно в настоящее время первые две колонки обычно указывают самые высокие и низкие цены на акции при закрытии в течение предшествующего периода в 52 недели. Обе

¹ Устав и правила Нью-Йоркской фондовой биржи дают довольно широкое определение акциям и облигациям. Акции включают «сертификаты, выдаваемые при образовании голосующего траста, депозитные сертификаты акций, права, warrants и прочие ценные бумаги, классифицируемые в качестве акций биржей». Облигации включают «долговые обязательства, векселя, депозитные сертификаты облигаций, долговых обязательств или векселей и прочие ценные бумаги тех видов, которые классифицируются биржей при купле-продаже в качестве облигаций».

Таблица 4 - 1. Нью-Йоркская фондовая биржа — совокупные сделки

Котировки включают сделки на Тихоокеанской, Филадельфийской, Бостонской фондовых биржах и фондовых биржах Среднего Запада и Цинциннати и по отчетам Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам и «Instinet»^M

Котировки на 17 часов времени Восточного побережья
Вторник 5 мая 1992 г.

52 weeks			Yid			Vol			Net		
Hi	Lo	Stock	Sym	Div	%	PE	100s	Hi	Lo	Close	Chg
A - A - A											
16 7/8	1078	AAR	AIR	48	3,5	17	205	13	ve	13 7/2	13 * / * - 7*
11 */b	107s	ACM Gvt Fd	ACG	96	9,1		848	1078	ю 72	10 72 - 7*	
10 ³ /e	8 7 e	ACM Opp Fd	AOF	80	8,4		223	9 7 2	9 ³ /8	9 7 2 + 7*	
11 74	9 ³ /8	ACM Sec Fd	GSF	96	9,4		697	10 ³ /8	10 уд	10 74 - 7*	
9 7 2	8 ³ /8	ACM Spctm Fd	SI	79	9,2		297	8 ³ /4	8 7 e	8 7 e - 7*	
9 ³ /8	8	ACM Mgd Inc Fd	AMF	95	10,4		1259	9 7 4	9 7 e	9 7 e	
12 7/s	1078	ACM Mgd Mult Fd MMF	1,08	9,8			84	11	107s	11	
2 7 2	1 72	ADT wt					228	2 7 2	2 7k	2 7e	
9 7 2	5	AOT	ADT				1231	8 ⁵ /e	8 7 4	8 ³ /e - 7e	
3 2 7/e	2074	AFUC	AFL	44	16	15	450	28 7 2	28 7 4	28 7 4 + 7*	
26	15	AL Labs A	BMD	18	8	77	225	23 7 e	23	23 7 e +	
2	7*	AM Int	AM				561	1 ³ /8	1 7 4	1 7 4	

Источник: *The Wall Street Journal*, May 5, 1992. Напечатано с разрешения *The Wall Street Journal*, 1992 Dow Jones & Company, Inc.

колонки скорректированы для отражения выплат по акциям в размере 10% или выше.

Внимательный читатель таблиц акций должен проявлять бдительность по отношению к многочисленным разъяснительным сноскам, данным для объяснения приведенных чисел. Например, если буква *s* появляется в таблице слева от обозначенного дивиденда, то было дробление акций или дивиденд по акции в размере 25% или выше — в течение последних 52 недель, что должно привести к корректировке в указанном диапазоне. Короткая стрелка вверх обозначает новый максимум цены за 52 недели, а короткая стрелка вниз обозначает новый минимум цены за 52 недели. Буква *p* указывает, что акция была выпущена в течение последних 52 недель.

Значение этой колонки состоит в том, что она показывает положение цены акции на данный день при сопоставлении с последними месяцами. Некоторые полагают, что эта информация позволяет определить текущую «силу» или «слабость». Эта колонка дает также четкое обозначение самых высоких или низких показателей для данных акций в течение года. Наконец, колонка может использоваться для сравнения динамики данных акций по отношению к остальной части рынка. Если акции достигли своего самого низкого показателя в то время, как многие другие достигают своих самых высоких показателей, то некоторые инвесторы могут извлечь пользу из данного сопоставления.

Название акций

Эта колонка указывает название компании, которое часто дается в сокращении с целью экономии места. Хотя большинство читателей знакомы с обозначением акций, которыми они интересуются, указатель названий акций, который можно получить в брокерской фирме, дает полное наименование всех зарегистрированных и многих незарегистрированных акций. Лишь некоторые газеты публикуют сокращенные названия акций.

Если нет никаких других указателей между названием акций и следующей колонкой в таблице, то считается, что это обыкновенные акции. Буквы *pf* являются наиболее частым указателем и обозначают привилегированные акции. Компания может иметь находящиеся в обращении warrants, которые продаются отдельно от ее других ценных бумаг, и если таковые имеются, то они обозначены буквами *w/*. Если компания проводит привилегированную подписку на новые акции, то они имеют находящиеся в обращении права, которые могут продаваться и покупаться на том же самом рынке, где производится торговля обыкновенными акциями компании. Права обозначены буквами *rt*. Если появляются буквы *in*, то они показывают наличие комбинации находящихся в обращении ценных бумаг, купля-продажа которых осуществляется в комплекте.

Ставки дивидендов

После сокращенного названия эмиссии обычно следует ставка дивиденда, который выплачивается по акциям. Она всегда обозначается в долларах и никогда в процентах и представляет годовой дивиденд. Этот на вид простой показатель является наиболее трудной частью таблицы акций для расчетов и лишь приблизительным. В некоторых случаях газета или консультационная финансовая компания может определять ставку окончательно и авторитетно. Подобное утверждение может быть сделано для любой компании, которая выплатила регулярный дивиденд за какой-то период времени, например 75 центов за квартал. Редактор таблицы только умножает квартальный дивиденд на четыре. Для компании, которая проводит политику нерегулярных или промежуточных выплат дивидендов, проблема усложняется: никто не знает, как будет отличаться дивиденд в разные кварталы. Предположим, что данная компания в прошлом году выплатила такие дивиденды по кварталам: 50 центов, 50 центов, 75 центов и 1 дол. 25 центов. В первом квартале текущего года она выплатила 1 дол. Чему же равен годовой дивиденд? Существуют по меньшей мере четыре возможных ответа. Во-первых, возьмем сумму дивидендов, выплаченных за последние 12 месяцев; это составит 3 дол. 50 центов. Во-вторых, сложим сумму дивидендов, выплаченных в предыдущем году; это составит 3 дол. В-третьих, возьмем дивиденд только за первый квартал текущего года и будем считать, что это сумма, выплаченная в этом году; это составит 1 дол. В-четвертых, перемножим дивиденд за первый квартал на четыре; это составит 4 дол. Каждый вариант имеет свои слабые места.

Большинство газет указывает годовые выплаты, основываясь на самых свежих квартальных или полугодовых объявлениях, но это требует различных пояснений для охвата длинного списка допущений и корректировок указанных

ставок дивидендов. Они включают выплаты в иностранной валюте, дополнительные дивиденды или дивиденды, выплаченные акциями, корректировку с учетом дробления акций, дивиденды, выплачиваемые при ликвидации, и пропущенные дивиденды. Ссылка на разъяснительные сноски обычно дается в виде буквы после указанной суммы дивиденда в долларах.

Котировка акций дается «плоской»; это выражение обозначает, что покупатель не платит ничего сверх цены за накопленные дивиденды. Считается, что ожидаемые дивиденды отражаются в цене. Это отличается от большинства сделок с облигациями, в которых покупатель платит за любой процент, накопленный к дате покупки.

Доходность, выраженная в процентах

Процентное отношение текущей доходности по акции рассчитывается путем деления годового дивиденда, выплаченного наличными на одну акцию, на ее текущую цену в расчете на одну акцию. Большинство финансовых публикаций используют самые свежие цены при закрытии для этих расчетов. В зависимости от степени неточности годового дивиденда, выплаченного наличными, будет и неточной доходность, выраженная в процентах. Анализ доходности может быть еще больше усложнен выплатой дивидендов в виде акций или другими специальными распределениями.

Доходность, выраженную в процентах, не следует путать с ожидаемой акционерными доходностью на свои инвестиции, которая обычно включает и в действительности подчеркивает ожидаемое увеличение стоимости акций, а также поступление дивидендов, выплаченных наличными. Однако доходность, выраженная в процентах, может быть полезна при сопоставлении одних акций с другими или акций с некоторыми другими инструментами, например облигациями.

Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли компании

Отношение рыночной цены акции к чистой прибыли компании (P-E) рассчитывается путем деления ее текущей цены (или цены при закрытии) на годовую прибыль компании в расчете на одну акцию. Последний показатель обычно равняется сумме данных в четырех последних ежеквартальных отчетах компании, хотя некоторые аналитики используют данные о прибыли за последний отчетный год. Если в расчетах учитываются только находящиеся в обращении акции, то результат часто рассматривается в качестве первичного заработанного дохода в расчете на одну акцию¹. Если учитываются все возможные дополнительные акции, например появившиеся в результате использования акционерных опционов для руководящего персонала или конвертируемых облигаций, то полученный показатель доходности обычно обозначается как «прибыль компании в расчете на одну акцию», исчисленная путем деления чистой прибыли на все акции, которые уже выпущены или могут быть выпущены в случае использования права конверсии облигаций или опционов на приобретение акций этой компании. В общем аналогичные проблемы возникают при попытке расчета точного отношения рыночной

цены акции к чистой прибыли компании, какие отмечались при расчете доходности, выраженной в процентах.

Показатель P-E иногда рассматривается в качестве показателя стоимости акций, но необходимо проявить осторожность при рассмотрении всех допущений. Высокий показатель P-E отражает оптимизм покупателя, но он может быть результатом исключительно низкого показателя прибыли. (Недостаточность прибыли отражается в виде бесконечно высокого показателя P-E). Низкий показатель может указывать на временное снижение цен, а также на широко распространенный недостаток уверенности в способности компании поддерживать свою прибыль или ожидание некоторого «разводнения» капитала. При сопоставлении различных компаний можно сравнивать их бухгалтерскую практику в поисках несоответствий. Различные компании могут содержать совершенно несопоставимые риски. Например, прибыль одной компании может заметно колебаться в отличие от других.

Не существует стандартного P-E, хотя можно использовать в качестве общего руководящего принципа средний показатель для акций группы компаний, например тех, которые составляют средние показатели курсов акций промышленных компаний Dow Jones.

Дневные продажи

Объем продаж обычно указывается в сотнях с целью экономии места. Таким образом, продажи 12 500 акций будут обозначены как 125. Число 125 представляет количество проданных акций согласно отчету, а не количество отдельных сделок; для акций, являющихся объектом ежедневных сделок и по которым публикуются ежедневные котировки, количество учитывается начиная со 100 акций. Для неходовых акций, не являющихся объектом ежедневных сделок, например для таких, которые продаются в лотах из 10 акций на Нью-Йоркской фондовой бирже, о количестве часто сообщается как об итоге за день, например 10, 20 или 50 акций.

О дневных продажах сообщается как по всему рынку в целом, так и по каждой эмиссии акций. Рекорд совокупных дневных продаж на Нью-Йоркской фондовой бирже со дня ее основания 17 мая 1792 г. был установлен 29 октября 1929 г., когда 16 410 030 акций сменили владельца. Этот рекорд был побит лишь 10 апреля 1968 г., когда объем составил 20 410 000 акций. Однако объемы продаж в долларах за эти два дня было трудно статистически сопоставить, поскольку средняя цена акций в 1968 г. составляла примерно половину по сравнению с 1929 г. С 1968 г. рекорд по объему продаж был превышен много раз, достигнув критического уровня 608 148 710 акций 20 октября 1987 г.²

Средний ежедневный объем в 1987 г. стал самым высоким рекордом десятилетия — 188 938 000 акций, намного превышая уровень ежедневных продаж — примерно 10 млн акций — двумя десятилетиями раньше. Ежедневный

² Наименьший объем в течение дня в истории Нью-Йоркской фондовой биржи был 16 марта 1830 г., когда была продана лишь 31 акция: 26 акций "United States Bank" и 5 акций «Morris Canal»

объем в качестве показателя технических условий представляет значительный интерес для изучающих рынок, часть из которых убеждены, что «объем следует за тенденцией». В нескольких словах, эта теория утверждает, что значительные увеличения или падения цен сопровождаются значительным увеличением числа проданных акций. Брокерские фирмы также проявляют интерес к дневному объему продаж. В свое время обычной практикой было представлять данный средний ежедневный объем продаж в качестве надежного показателя безубыточного положения таких фирм, но рост диверсификации брокерских фирм понизил их зависимость от зарегистрированного объема.

Необычные ситуации нередко приводят к рекордам по объему продаж для отдельных акций. Пока «Allegheny Corp.» была занята убеждением общего собрания акционеров в 1961 г., продажа ее 941 тыс. акций привела к установлению рекорда NYSE. С тех пор этот рекорд был побит много раз, среди которых особенно выделялись продажа 48 788 800 акций «Navistar» 10 апреля 1986 г. и 42 322 200 акций «Техасо» 1 июня 1989 г.³

Впечатляющие показатели объема по отдельным эмиссиям обычно вызваны внезапными объявлениями о неожиданном росте или сокращении прибыли или дивидендов, изменениями руководящего персонала, разработкой новых продуктов или неудачей со старым продуктом, предстоящим поглощением одной компании другой. Наблюдалось бесчисленное количество отдельных случаев, вызванных еще более необычными событиями, например конфиденциальной рыночной информацией, которую широко подхватили комментаторы службы новостей, изменениями точек зрения консультационных финансовых фирм, манипулированием рынком, которое приводило к созданию «корнеров» и массовых коротких продаж, или действиями правительства в виде открытия или закрытия судебных дел в области антитрестовского законодательства, а также резкими переменами в политике регулирования.

Некоторые акции, прежде всего привилегированные эмиссии, имеющие высокие цены, или неходовые обыкновенные акции, не являющиеся объектом ежедневных сделок, проходят специальные процедуры на некоторых биржах. Часть из них продается небольшими лотами по 10 или 25 акций. Сделки с подобными эмиссиями совершаются чаще всего на «посту 30» на Нью-Йоркской фондовой бирже, хотя другие продаются в других местах операционного зала. Общий объем продаж подобных акций, безусловно, относительно невелик, и о нем обычно сообщают в виде полного числа, а не в сотнях акций.

Дневные цены

В большинстве таблиц акций имеются четыре дневные цены. Цена «открытия» представляет первую продажу в течение дня независимо от времени, когда она была совершена. «Наивысшая» цена является самой высокой ценой, по которой были проданы акции в течение рабочего дня биржи. Цены акций, которые при закрытии отклонились от цены закрытия этих акций предыдущего дня более чем на 5% вверх или вниз, напечатаны жирным шрифтом.

³ Важную интересную историческую информацию можно почерпнуть в ежегодных справочниках, публикуемых Нью-Йоркской фондовой биржей, Американской фондовой биржей и системой автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам.

Цена «закрытия», или «последняя» цена, является ценой последней продажи в течение торгового дня, независимо от того, произошла ли она в самом конце дня или нет.

Чистые изменения

Термин «чистые изменения» часто понимается неправильно. Это разница между ценами на момент закрытия биржи в данный день и закрытия торговли на бирже в последний рабочий день, когда акции продавались. Для большинства акций чистые изменения представляют изменения за 24 часа или от закрытия торговли в один день до ее закрытия в предшествовавший день, но для менее ходовых акций, не являющихся объектом ежедневных сделок, они могут представлять изменения за несколько дней или недель, даже за месяц. Направление изменений указывается знаком «плюс» или «минус». Например, $- \frac{1}{2}$, это обозначает, что цена при закрытии биржи сегодня была на 50 центов ниже по сравнению с ценой при закрытии в предыдущий день. Отсутствие изменений обозначается тремя точками (...).

На измерение этих изменений оказывают влияние выплаты дивидендов. Когда выплачиваются дивиденды, устанавливается определенная дата в качестве «даты регистрации владельцев акций» или дня, когда «прекращаются трансфертные операции». Зарегистрированные на этот день владельцы акций получают следующий дивиденд по акциям. С технической точки зрения акции продаются на условиях «исключая дивиденд» в соответствии с правилами NYSE за четыре полных дня работы до того, как прекращается внесение изменений в список акционеров. Если дивиденд выплачивался зарегистрированным владельцам акций в пятницу 16 марта, то акции должны продаваться на условиях «исключая дивиденд» с понедельника 12 марта. Причина этого состоит в том, что биржа использует принцип «поставки через пять дней», который означает, что акции поставляются не раньше, чем через пять дней после их продажи. Следовательно, невозможно зарегистрировать имя нового владельца акций, если акции проданы за четыре дня до установленной даты — в данном случае 16 марта.

Когда акция продается «исключая дивиденд», цена акции снижается на величину дивиденда. Если акция, по которой выплачивается квартальный дивиденд в размере 50 центов, продается по цене 45 дол. до того, как она начинает продаваться «исключая дивиденд», то она будет идти по цене 44 дол. в тот день, когда она идет «исключая дивиденд», поскольку на это время она стоит на 50 центов меньше. В отчете об этих акциях указывается «без изменений», если их цена снижается на сумму, равную величине дивиденда. В приведенном выше примере в отчете будет стоять «без изменений», если цена акций при закрытии биржи в день продажи «исключая дивиденд» будет составлять $44 \frac{1}{2}$ дол., но будет значиться « $-\frac{1}{2}$ », если цена при закрытии составит 44 дол. Цена акций, по которым выплачивается дивиденд, не делящийся на $\frac{1}{8}$ пункта, округляется в большую сторону. Например, дивиденд размером 40 центов, который оказывается между $\frac{3}{8}$ пункта (37,5 цента) и $\frac{1}{2}$ (50 центов), округляется в большую сторону до $\frac{1}{2}$ пункта. Аналогичные корректировки применяются для отражения других распределений, например прав.

ПОКАЗАТЕЛИ

Рыночная статистика

Помимо таблиц акций финансовые публикации предлагают большое количество информации в виде таблиц, которые некоторые инвесторы считают интересными и иногда полезными. Типичные среди них печатаются ежедневно в Банке информации фондового рынка в «The Wall Street Journal», различных колонках в *investor's Daily** и еженедельно в «Barron's Market Laboratory*». Газеты, издающиеся в крупнейших городах, предлагают аналогичную информацию в своих коммерческих разделах, хотя и менее подробную.

Далее следует выборочный обзор типичной информации.

Количество эмиссий

Большинство акций, которые зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже, продается и покупается каждый день. Процентная доля всех эмиссий акций, купля-продажа которых осуществляется каждый день или еженедельно, рассматривалась ранее некоторыми специалистами в качестве показателя стабильности процентных ставок и, следовательно, показателя направления движения цен на рынке. Некоторые из них по-прежнему считают ее более важным показателем, в смысле надежности, чем средние показатели. Другие полагают, что объем в любой форме имеет небольшое значение или вообще не имеет значения, а направление движения цен характеризует состояние рынка. Возрастающее значение внебиржевой торговли и электронной информации снизило интерес к процентной доле эмиссий, акции которых продаются и покупаются.

Представленные таблицы на с. 83—85 дают суммарную информацию за один день, неделю и более длительные периоды времени о показателях примерно 2300 эмиссий, которые продаются на NYSE, 1000 эмиссий — на Атех и 4700 эмиссий — в системе NASDAQ.

Подобные таблицы даются с целью суммирования информации, которая может представлять интерес для разных читателей. Ежедневная статистика показывает размер рынка, сопоставляет повышение цен с их падением, объем повышения с объемом падения, показывает количество новых самых высоких и самых низких показателей, установленных к этому дню в течение последних 52 недель, и количество партий проданных акций (10 тыс. акций или более).

Акции, являющиеся объектом самых интенсивных ежедневных сделок, помещены в список для того, чтобы помочь тем продавцам, которые считают, что они могут извлечь какую-нибудь информацию о возможных крупных накоплениях или распределениях, начиная с этой даты. Изменения в процентах акций с повышающимися и понижающимися курсами показывают изменения относительно предыдущих цен при закрытии по различным эмиссиям.

Для тех, кто заинтересован в получении информации о минимальной активности в качестве основного принципа, имеются списки, которые показывают цены спроса и предложения на акции, по которым не было соверше-

STOCK MARKET DATA

Major Indexes

High	Low (f365 Day)		Close	Net CHG	% CHG	f365 DAY CHQ	%CHG	FROM 12/31	% CHG
DOW JONES AVERAGES									
3378.13	2863.82	30 Industrials	x 3359.35	18.78	- 0.56	+ 441.86	+ 15.15	+ 190.52	+ 6.01
1467.68	1129.06	20 Transportation	x 1394.25	+ 13.46	+ 0.97	+ 219.18	+ 18.65	+ 36.25	+ 2.67
226.15	195.17	15 Utilities	213.82	+ 1.63	+ 0.77	+ 2.30	+ 1.09	- 12.33	- 5.45
1196.02	1028.33	65 Composite	xl 196.02	+ 0.65	+ 0.05	+ 146.73	+ 13.98	+ 39.20	+ 3.39
396.64	343.91	Equity Mkt.Index	392.50	+ 0.36	+ 0.09	+ 40.10	+ 11.38	+ 0.60	+ 0.15
NEW YORK STOCK EXCHANGE									
231.84	202.10	Composite	229.50	+ 0.08	+ 0.03	+ 22.85	+ 11.06	+ 0.06	+ 0.03
290.02	253.72	Industrials	286.87	- 0.17	- 0.06	+ 27.76	+ 10.71	+ 1.05	+ 0.37
102.27	87.76	Utilities	98.29	+ 0.19	+ 0.19	+ 6.64	+ 7.24	- 3.84	- 3.76
212.02	166.15	Transportation	209.47	+ 0.46	+ 0.22	+ 38.58	+ 22.58	+ 7.60	+ 3.76
177.72	147.12	Finance	175.34	+ 0.67	+ 0.38	+ 23.78	+ 15.69	+ 2.66	+ 1.54
STANDARD & POOR'S INDEXES									
420.77	368.57	500 Index	416.84	0.07	- 0.02	+ 39.52	+ 10.47	0.25	- 0.06
499.27	438.51	Industrials	493.78	- 0.41	- 0.08	+ 45.47	+ 10.14	+ 1.06	+ 0.22
362.50	277.02	Transportation	360.65	+ 1.12	+ 0.31	+ 76.45	+ 26.90	+ 19.19	+ 5.62
155.70	133.52	Utilities	147.66	+ 0.04	+ 0.03	+ 7.32	+ 5.22	- 7.50	- 4.83
35.14	28.77	Financials	34.98	+ 0.16	+ 0.46	+ 5.08	+ 16.99	+ 0.88	+ 2.58
154.74	119.18	400 MidCap	144.93	+ 0.90	+ 0.62	+ 21.64	+ 17.55	- 1.66	- 1.13
NASDAQ									
644.92	473.08	Composite	588.07	+ 4.53	+ 0.78	+ 96.56	+ 19.65	+ 1.73	+ 0.30
741.92	523.54	Industrials	644.42	+ 7.44	+ 1.17	+ 98.12	+ 17.96	- 24.53	- 3.67
632.09	522.07	Insurance	613.12	- 0.15	- 0.02	+ \$\$.06	+ 9.87	+ 12.03	+ 2.00
421.17	317.36	Banks	421.17	+ 0.42	+ 0.10	+ 94.15	+ 28.79	+ 70.61	+20.14
285.08	208.31	Nat. Mkt. Corp.	260.33	+ 2.08	+ 0.81	+ 43.57	+ 20.10	+ 0.59	+ 0.23
296.32	207.84	Nat Mkt.Indus.	257.95	+ 3.10	+ 1.22	+ 40.42	+ 18.58	- 9.84	- 3.67
OTHERS									
418.99	356.79	Amex	393.17	+ 1.56	+ 0.40	+ 30.26	+ 8.34	1.88	- 0.48
266.85	228.21	Value-Line (geom.)	256.61	+ 0.66	+ 0.26	+ 16.82	+ 7.01	+ 7.27	+ 2.92
212.61	167.000	Russell 2000	198.48	+ 0.72	+ 0.36	+ 24.52	+ 14.10	+ 8.55	+ 4.50
4121.28	3529.97	Wilshire 5000	4036.92	+ 5.57	+ 0.14	+ 425.76	+ 11.79	- 4.18	- 0.10

f Based on comparable trading day in preceding year.

Most Active Issues

DIARIES

NYSE	VOLUME	CLOSE	CHANGE	NYSE	TUE	MON	WK	AGO
Glaxo Hids	3,419,900	27	+	Issues traded	2,253	2,245	2,259	
Saatchi.adr	2,489,600	1 V ₈	- 74	Advances	935	1,163	724	
Ford Motor Co	2,262,700	44 A		Declines	783	585	961	
IBM	2,044,900	93 7 ₈	+ 1 >	Unchanged	535	497	574	
Philip Morris	1,684,900	79	+ 7 ₈	New highs	76	76	32	
Pepsi Co	1,641,500	36 1/8	- 74	New lows	9	7	28	
Bank America	1,639,700	47 7 ₈	+ ./.	zAdv vol (000)	103,030	119,690	81,994	
Amer Express	1,614,200	22 7/2	+ 74	zDecl vol (000)	71,162	33,309	84,182	
Wal-MartStr	1,531,900	52	+ 78	zTotal vol (000)	198,860	174,520	186,710	
Boeing Co	1,490,800	42 7/4	- 72	Closing tick ¹	+10	+332	+253	

Источник: The Wall Street Journal, May 5, 1992. Напечатано с разрешения The Wall Street Journal, 1992 Dow Jones & Company, Inc.

ТАБЛИЦА 4-2. ПРОДОЛЖЕНИЕ

Caesars World	1,481,200	30	-	572	Closing Arms 2 (trin)	.82	.55	.77
Limited Inc	1,464,900	23	74	+ 74	zBlock trades	4,616	3,972	4,207
Sears Roebuck	1,444,900	43	74	- 74	NASDAQ NMS			
Chase Manhat	1,432,400	26	7e	- 78	Issues traded	4,255	4,261	4,242
Chemical Bk	1,374,700	37	74	+ 72	Advances	1,200	1,242	832
NASDAQ					Declines	936	890	1,356
Oracle Sys	2,793,400	16	7e	+ 174	Unchanged	2,119	2,129	2,054
Tele-Comm A	2,498,300	17	74		New highs	86	71	60
Centocor	1,928,700	11	74	- 72	New lows	64	59	238
Intel Corp	1,892,500	54	7e	+ 178	Adv vol (000)	87,605	83,631	42,020
Apple Cmptr	1,607,900	60	72		Decl vol (000)	48,320	34,464	114,794
Seagate Tech	1,528,700	15	7e	- 78	Total vol (000)	169,937	144,233	187,482
Intergraph	1,488,100	17	74	- 74	Block trades	3,287	2,721	3,562
MCI Comm	1,487,000	32	72	- 74	AMEX			
Chiron Corp	1,455,100	47	74	- 74	Issues traded	790	783	781
Medco Contain	1,259,500	30	74	172	Advances	287	294	246
Microsoft Corp	1,234,300	116	72	+ 272	Declines	266	257	319
Western Cap	1,229,300	13	7e	+ 78	Unchanged	237	232	216
Amgen	1,123,500	56	7e	+ 78	New highs	11	15	6
AMEX					New lows	11	6	13
Amer Explr	825,900	2	74	+ 74	zAdv vol (000)	6,810	5,706	2,892
Echo Bay Mns	541,800	5	7e	+ 78	zDec! vol (000)	2,856	4,969	6,493
Wang Labs B	439,200	3	7e	+ 78	zTotal vol (000)	12,094	12,167	12,508
Alza Corp	402,900	44	74	+ 1	Comp vol (000)	14,556	15,321	14,763
US Bioscience	395,900	11	7a	+ 7«	zBlock trades	n.a.	191	157
PRICE PERCENTAGE GAINERS ..					AND LOSERS			
NYSE	CLOSE	CHANGE	CHG		NYSE	CLOSE	CHANGE	% CHG
Wheeling Pit.wt	3	+	78	+ 26.3	CaesarsWorld	30	- 5 72	- 15.5
FMC Gold Co	5Ve	+	78	+ 13.9	FstCityTex.pf	174	74	- 12.5
Winnebago	5 74	+	78	+ 13.5	FeddersCorp	774	- 78	- 10.8
UnvIMatchbx	6 7e	+	74	+ 13.3	SavinCorp	2 7e	74	- 10.5
Datapoint.pfdA	6 72	+	74	+ 13.0	Schwitzer	8 7e	1	- 10.1
Rhone Plnc.wt	2 74	+	7e	+ 12.5	TesoroPete	472	7«	- 7.7
GitanoGrp	15	+	172	+ 11.1	SuaveShoe	674	72	- 6.9
StoneridgeRes	2 74	+	74	+ 10.0	CrvtalBrands	1074	74	- 6.8
NatlStandard	2 78	+	74	+ 9.5	ARXIns	178	78	- 6.3
Anacomplnc	4 7e	+	7e	+ 9.4	UnitCorp	178	7a	- 6.3
Nercolnc	13 72	+	1 7a	+ 9.1	EIPasoRfnry	7 74	72	- 6.1
EMCCorp	14 7e	+	1 78	+ 8.5	NovaCare	21 72	- 17e	- 6.0
MorganKeeg	15 7e	+	1 7e	+ 8.0	M/A-Comlnc	6	7a	- 5.9
OHMCorp.	8 7e	+	V	+ 7.6	MonarchMach	12	74	- 5.9
MNCFncI	9 7e	+	78	+ 7.4	BanctexasGrp	2 7e	- 7a	- 5.6
Mesa	8	+	74	+ 7.4	Brown&Sharpe	8 72	72	- 5.6
Mickelberry	8	+	74	+ 7.4	UnionCorp	21 7e	- 1 74	- 5.5
Margaretten	12 78	+	78	+ 7.3	DimeSavsNY	4 7e	74	- 5.4
Arklalnc	9 78	+	78	+ 7.1	LSI Logic	8	7a	- 5.3
SWAirlines	41 7<	+	2 74	+ 7.1	Showboatlnc	13 7e	74	- 5.3
NASDAQ NMS					NASDAQ NMS			
SurgclLaser	4 74	+	1 78	+ 31.0	MajorRealty	2 74	" *4	- 25.0
SimtekCorp	2 72	+	72	+ 25.0	SulcusCmptr	6 7e	- 1 74	- 16.9
Phys CompNetwk	3 7e	+	7«	+ 22.7	AlphaMicrosy	178	" 7a	- 16.7
HighPlains	6 7e	+	174	+ 22.2	Cherokee	3 74	7a	- 16.1
AegisGrp.adr	3 74	+	78	+ 20.0	IomegaCorp	674	- 1 7a	- 14.3
CytelCorp	1272	+	2	+ 19.0	Brendle's Inc	3	72	- 14.3

ТАБЛИЦА 4-2. ПРОДОЛЖЕНИЕ

RossCosmetics	20 ³ / _A	+	3 ⁷ / ₄	+	18.6
IstCtznsFncl	8	+	V*	+	18.2
Osteotech	10 ⁵ / _e	+	1 ⁷ / _{V*}	+	17.6
HandexEnv	12 ⁵ / _e	+	1 ⁷ / _A	+	17.4
ERLYndus	3 ⁷ / _V	+	72	+	16.7
Roy F.Weston A	11	+	1 ⁷ / ₂	+	15.8
DurakonIndus	8 ³ / _e	+	1 ⁷ / ₁₆	+	15.5
Reuter Inc	3 ⁷ / ₄	+	72	+	15.4
AMEX					
Biopharm	2 ³ / ₄			+	29.4
AndreaElectro	8	+	1	+	17.8
Enzo Biochem	5	+	3 ⁴ / ₄	+	17.6
Struthers Ind	4 ³ / ₈	+	V*	+	16.7
GaylordCont	4 ³ / _e	+	72	+	12.9

Scientific Tec	8		Y ₂		14.3
AESCorp	30 ⁷ / ₈	-	5 ⁷ / _y		14.2
InsituformEast	3 ⁷ / ₂		V ₂		12.5
Diceon Electro		-	7 ⁶ / _e		12.5
Stadyn	8		Y ₂		12.5
PomeroyCmptr	6 ⁷ / ₂		78		11.9
National Data	10 ⁷ / ₈		17 ⁶ / _e		11.7
Sam&Libby	8		1		11.1
AMEX					
Go-Video .wt	178		38		18.8
IntlPwrMach	2 ⁷ / ₄		74		10.0
MCSShipping	5 ³ / _e		Y ₂		8.5
StevensGrphA	4 ³ / ₈		3 ⁷ / ₈		7.9
LSBIndustrie	3		Y ₆		7.7

VOLUME PERCENTAGE LEADERS

NYSE	VOL	%PIE*	CLOSE	CHANGE
StandardPdts	331,300	2663.6	31 4*	+ 5/8
RochesterTel	414,100	1214.4	32 3/8	+ 7/8
PrimarkCorp	242,500	1095.8	11 7/8	...
SysCenter	144,800	1034.3	9 5/8	...
WisEnrg	904,700	860.6	39	+ 1/8
CntrlNwspaper	87,100	785.9	21 3/4	- 3/8
Carriagelndus	61,400	758.6	8 3/8	+ 1/8
MidwestRes	307,500	731.6	19 3/4	- 1/8
Bearings Inc	53,400	705.9	20 1/2	- 1/4
GitanoGrp	242,200	628.7	15	+ 1 1/8
CaesarsWorld	1,481,200	625.0	30	- 5 1/2
KentElectro	61,300	531.0	18 1/2	+ 3/8
GuardzmanPrd	42,200	487.0	12 1/2	+ 1/8
UnionTexPet	191,400	478.4	18 3/8	+ 3/8
Airgas Inc	54,000	468.7	25	- 1/4
HorshamCp	523,800	450.3	7 7/8	+ 1/8
GiantIndus	97,000	440.3	5 7/8	~ 1/8
Texas Indus	48,400	419.5	23 1/2	+ 3/4
GenPhyscis	111,000	400.7	11	+ 5/8
OrionCapital	60,200	384.5	30	...

*Common stocks of \$5 ashare or more with a verage volume over 65 trading days of at least 5,000 shares.
a - has traded fewer than 65 days on any exchange.

NASDAQ NMS	VOL	%DIF*	CLOSE	CHANGE
Carlton Comm	334,900	2400.9	22	+ 7/4
WesternCap	1,229,300	1853.7	13 7/8	+
Durakon Indus	128,700	1433.8	6 1/2	+ 1/2
US TrustCorp	357,300	1417.1	45	+ 1/2
MarquetElec	324,700	1262.6	16 1/4	+ 7/8
DorchstrHug	72,800	1172.3	8	
USBANCORP	68,900	1127.1	20	+ 1/8
ProgSftwr	349,100	907.0	33 3/4	- 1 1/2
IstMidwstBcp	60,800	901.8	15 1/4	- 1/2
DrecoEnrg.cIA	263,600	882.3	12 7/2	- 7/8
Showscan	207,400	766.4	5 7/8	+ 1/8
Chittenden	51,200	743.8	8	
Expeditors Intl	74,000	710.1	30 1/2	
NationalData	530,900	610.1	10 3/8	- 1 1/8
NWGroup	40,500	591.8	15 1/2	+ 1 3/4
Photonics	201,200	556.9	10 3/4	- 1/8
AMEX				
DonnellyA	94,000	1046.3	18 3/8	+ 1/8
RiserFoods	66,900	790.3	7 7/8	
ResRecycling	41,300	496.6	7 7/4	+ 1/8
Teleflex Inc	78,500	418.7	33	- 1/8
AmerFructose	40,200	409.6	21 7/8	- 1/8

Breakdown of Trading in NYSE Stocks (9:30 a.m. to 4 p.m. EST)

BY MARKET	TUES	Mon	WK AGO
New York	198,860,000	174,520,000	186,710,000
Midwest	11,839,100	9,538,800	10,935,400
Pacific	7,395,000	6,226,400	6,527,500
NASD	15,327,130	14,041,630	12,175,230
Phila	5,812,300	5,066,000	4,445,100
Boston	3,641,200	3,203,000	3,325,400
Cincinnati	2,387,400	2,423,900	2,441,300
Instinet	367,200	87,500	213,000
Composite	245,683,330	215,107,230	226,772,930

* The net difference of the number of stocks closing higher than their previous trade from those closing lower. NYSE trading only.
x - Ex-dividend of Chevron Corp. 82 7/8 and Union Carbide Corp.
25 lowered the Industrial average 2.01 Alborne Freight 7 7/8 lowered the Transportation average 0.19 These lowered the Composite average 0.46

1/2-HOURLY	Tues	Mon	WK AGO
9:30-10	25,730,000	21,170,000	25,110,000
10-10:30	18,960,000	16,690,000	16,590,000
10:30-11	17,550,000	13,320,000	12,870,000
11-11:30	15,810,000	12,490,000	14,420,000
11:30-12	12,730,000	13,150,000	12,670,000
12-12:30	11,600,000	10,490,000	9,620,000
12:30-1	11,990,000	8,880,000	12,600,000
1-1:30	9,120,000	12,320,000	9,300,000
1:30-2	10,050,000	13,500,000	10,990,000
2-2:30	11,280,000	10,440,000	12,720,000
2:30-3	15,390,000	10,650,000	12,200,000
3-3:30	16,150,000	12,270,000	14,540,000
3:30-4	22,500,000	19,150,000	23,080,000

но никаких сделок в течение всего дня или более продолжительного периода. По примерно 100 эмиссиям может не быть совершено никаких сделок в обычный день на NYSE. Как правило, этот список состоит из привилегированных или только что выпущенных акций, по которым совершено мало сделок. «The Wall Street Journal» печатает каждый понедельник список таких акций, по которым не было совершено никаких сделок в течение предыдущей недели.

Другие показатели

Специалисты обычно проявляют наибольший интерес к статистике цен и объема, но перечень информации, которая считается полезной, почти бесконечен. Некоторые аналитики проявляют особый интерес к информации о неполных лотах. С определенной долей цинизма они считают, что участник небольших сделок должен ошибаться чаще, чем не совершать ошибок. Необычно высокий или низкий объем сделок с неполными лотами свидетельствует и о том, что рынок достиг или временно приближается к наиболее высоким или низким показателям.

Число акций при «короткой» продаже считается некоторыми аналитиками важным показателем, несмотря на различие выводов, которые они делают. Некоторые из них считают, что большая «короткая» позиция должна быть покрыта, что повышает активность на рынке. Другие полагают, что большие «короткие» продажи являются показателем слабости рынка. Часть из них по-прежнему обращает особое внимание на «короткие» продажи неполных лотов, считая, что когда большое число мелких торговцев уверено, что рынок должен проявить тенденцию к понижению, то на рынке обязательно произойдет повышение. Позиции специалистов иногда считаются хорошими показателями для определения тенденции на рынке, поскольку они могут иметь возможность для осуществления своих прогнозов. Некоторые проявляют интерес к деятельности профессиональных торговцев в операционном зале биржи, хотя это уже намного менее важно по сравнению с прошлыми годами.

Кое-кто по-прежнему пытается придать значение количеству новых эмиссий, предложенных в течение определенного периода, или количеству вторичных предложений. Определенная информация, показывающая совершение сделок в инвестиционных компаниях или по облигациям, может дать направление движения цен в будущем или по крайней мере объяснение движения цен в прошлом. Есть и такие, которые наблюдают за списком компаний, которые намереваются провести презентации в связи со встречами аналитиков по ценным бумагам в надежде, что подобные компании могут предоставить новую информацию, позволяющую прогнозировать значительные изменения цен на их акции.

При таком большом числе людей, которые жадно ищут информацию, и количестве финансовых публикаций, настойчиво предлагающих информацию, не слишком трудно найти столько статистической информации о рынках, сколько можно пожелать. Читателю, находящемуся в поиске источников, требуется только посетить хорошую библиотеку или указать брокеру, который хочет оказать максимальные услуги своему клиенту, что ему необходимо.

Средние рыночные курсы и индексы

Большинство лиц, отслеживающих положение на рынке, уделяют особое внимание средним рыночным курсам. Они рассчитываются в течение многих лет финансовыми консультационными службами и газетами на основе цен избранного перечня представительных акций. Некоторые средние курсы могут отражать направление движения цен на рынке, а также ежедневные колебания. В графическом выражении средние рыночные курсы могут более точно отразить тенденции на рынке, чем базисные показатели, по которым рассчитывались средние курсы. Большинство консультационных служб предпочитают не рассчитывать средние курсы на основе всех зарегистрированных на бирже акций, поэтому они выбирают представительные акции промышленных, транспортных или коммунальных компаний и рассчитывают на их основе средние курсы или индексы. Подобные списки могут включать от небольшой группы до тысяч эмиссий.

Одним из самых широко известных рыночных показателей является индекс Wilshire 5000, который базируется на совокупной стоимости обыкновенных акций 5000 компаний, включая все зарегистрированные на NYSE и Атех и некоторые находящиеся во внебиржевом обороте.

Большинство бирж дает индексы акций, которые обращаются в их операционных залах, в их совокупности или по группам. Составной индекс NYSE представляет средневзвешенный курс всех акций, которые обращаются на этой бирже и «взвешены» по их рыночной стоимости. Биржа также дает индексы акций промышленных компаний, компаний коммунального хозяйства и транспортных компаний, а также индексы акций по отдельным отраслям промышленности. Атех дает аналогичные показатели, так же как и NASDAQ, для более чем 5000 внебиржевых акций.

Рейтинговая компания «Standard & Poor's» рассчитывает взвешенный индекс по 385 акциям промышленных компаний и весьма популярный индекс по 500 акциям, который включает как акции промышленных компаний, так и 15 транспортных, 44 коммунальных и 56 финансовых компаний.

Среди наиболее широко известных средних рыночных курсов и индексов, которые появляются ежедневно или еженедельно, выделяются те, которые дает компания «Dow Jones». Они появляются в ее собственных публикациях, в «The Wall Street Journal» и «Barron's», а также во многих ежедневных газетах. Компания рассчитывает средние курсы по 30 акциям промышленных компаний, 20 акциям транспортных компаний, 15 акциям коммунальных компаний и составной средний курс акций для всех 65 компаний. В 1988 г. «Dow Jones» ввела индексы, которые разбиты на девять секторов, которые в свою очередь разбиты на 79 промышленных групп. В число акций входят примерно 700 акций, которые обращаются на NYSE и Атех, а также в NASDAQ. Индекс Dow Jones для рынка акций сочетает все эти группы, а также дает средние курсы облигаций для 10 общественных коммунальных компаний, 10 промышленных компаний и 10 государственных облигаций.

Небольшое число газет и некоторые брокерские фирмы также рассчитывают средние рыночные курсы или индексы. Многие ведущие финансовые страницы отданы под таблицы средних рыночных курсов и индексов. Одна из

самых полных публикаций помещается в «Barrons». Более подробное рассмотрение средних курсов и индексов дается в главе 18⁴.

ЦЕНЫ НА ОБЛИГАЦИИ

Пункты и цены на облигации

Облигации котируются в пунктах, но пункт облигаций равен 1%, а не 1 дол., как для акций. Это сводит все облигации, независимо от их номинальной стоимости, к обычному показателю цен. Все они котируются, как будто они имеют номинальную стоимость 100 дол. (см. табл. 4-3), несмотря на то что в действительности большинство облигаций имеют номинальную сто-

Таблица 4-3. Котировки облигаций корпораций

CORPORATION BONDS VOLUME, \$ 49, 380, 000				
Bonds	Cur Yld	Vol	Close	Net Chg
AForP5s30	9.1	10	55 ¹ / ₈	-7e
AMR9S16	9,0	47	ю о у 2	+78
AMRzr06		25	45 ¹ / ₂	+72
Advst9s08	cv	52	90	~7e
AetnLf 8 ¹ / _e 07	8,2	68	98 ⁵ / _e	+ ³ / ₈
AirbF 6 ³ / _{д01}	cv	56	84 ¹ / ₂	+ ³ / ₈
AlaP 9s2000	8,7	4	103	+ ³ / ₈
AlaP 8 ⁷ / _{es03}	8,6	18	103	+78
AlaP 9 ³ / _A s04	9,2	≡	105 ³ / ₄	-74
AlaP 9 ⁷² / ₀₈	9,2	8	103 ³ / _{y 2}	"1 ³ / ₈
AlaPw9 ^{7д21}	9,0	≡	102 ³ / _A	
AlskAr 6 ⁷ / ₈ 14	cv	54	81 ¹ / _A	+ ³ / ₄
AlskAR zr06		50	32 ³ / _A	-7*
AlbnyInt 5s02	cv	10	87 ¹ / ₂	
AlldC zr98		62	59 ⁷ / _e	+ 74

Источник: *The Wall Street Journal*, May 5, 1992. Напечатано с разрешения *The Wall Street Journal*, 1992 Dow Jones & Company, Inc.

имость 1000 дол. Цена, где стоит показатель 95, обозначает 95% номинала; это составляет 475 дол. для облигации с номиналом 500 дол., 950 дол. для облигации с номиналом 1000 дол. и т.п. Для всех других облигаций, кроме облигаций правительства США, дробные пункты облигаций начинаются с ' / s и заканчиваются '1% \ более мелкие дробные пункты не используются для обозначения изменений в цене. По облигациям федерального правительства котировки даются с дробными пунктами до ' / s г. Например, если 774%-е казначейские облигации США имели котировку 103 : 12 (иногда она показывается как 103-12, или 103,12), это обозначает 103²/_{зг}, или 103³/_s. В долларо-

⁴ Как «Barron's», так и «The Wall Street Journal» предлагают образовательные издания, которые объясняют структуру и пользование теми видами информации, которые рассмотрены здесь. Они представляют прекрасные источники для преподавателей и студентов, изучающих этот предмет

вом выражении предложение цены составляет 1033,75 дол. по облигации с номинальной стоимостью 1000 дол. (см. табл. 4-4).

Таблица 4-4. Котировки казначейских облигаций

КАЗНАЧЕЙСКИЕ ЭМИССИИ

Облигации и векселя

Вторник, 5 мая 1992 г.

Репрезентативные внебиржевые котировки на базе сделок в 1 млн. дол. или выше.

Котировки казначейских долгосрочных облигаций, среднесрочных облигаций и векселей даются по состоянию на 12 часов дня. Колонки по котировкам цен продавцов и покупателей представлены долями в $\frac{1}{32}$; 101 : 01 означает $101\frac{1}{32}$. Чистые изменения представлены долями с $\frac{1}{32}$ - «п» — казначейские среднесрочные облигации. Казначейские векселя котируются в сотых долях на условиях ставки дисконта. Число дней до наступления срока погашения рассчитано с даты сделки. Вся общая доходность — к погашению и базируется на котировке продавца. Векселя со сроками погашения в течение последних 13 и 26 недель выделены черным шрифтом. Для досрочно погашаемых облигаций доходность рассчитана до самой ранней даты досрочного погашения для эмиссий, которые котируются по цене выше номинала, и до даты погашения для эмиссий с ценой ниже номинала. Условия — после выпуска.

Источник: Federal Reserve Bank of New York.

Отделенные купоны по облигациям Министерства финансов США даются по состоянию на 15 часов времени Восточного побережья, также на основе сделок на сумму 1 млн дол. или более. Колонки по котировкам цен продавцов и покупателей представлены долями в $\frac{1}{32}$; 101 : 01 означает $101\frac{1}{32}$. Чистые изменения даются в долях в $\frac{1}{32}$. Доходность рассчитана на основе котировок продавцов. «ci» — процент по отделенным купонам. «br» — казначейские долгосрочные облигации с отделенным основным долгом, «pr» — казначейские среднесрочные облигации с отделенным основным долгом. Для досрочно погашаемых облигаций доходность рассчитана до самой ранней даты досрочного погашения для эмиссий, которые котируются по цене выше номинала, и до даты погашения для эмиссий с ценой ниже номинала.

Источник: Bear, Stearns & Co. via Street Software Technology Inc.

GOVT.BONDS & NOTES					U.S. TREASURY STRIPS				
Rate	Maturity Mo/Yr	Bid	Asked	Ask Chg. Yld.	Mat.	Type	Bid	Asked	Chg. Yld.
$5\frac{5}{8}$	May 92n	100:02	100:04	- 1 0.91	May 92	ci	99:29	99:29	3.65
9	May 92n	100:04	100:06	- 1 0.00	Aug 92	ci	98:30	98:30	+ 1 3.93
13 $\frac{1}{2}$ *	May 92n	100:08	100:10	- 1 0.00	Nov 92	ci	97:30	97:30	4.01
8 $\frac{1}{2}$	May 92n	100:10	100:12	- 1 2.67	Feb 93	ci	96:28	96:29	... 4.10
3 $\frac{3}{4}$	Jun 92n	100:22	100:24	3.08	May 93	ci	95:23	95:24	+ 1 4.31
8 $\frac{7}{8}$ e	Jun 92n	100:23	100:25	3.00	Aug 93	ci	94:14	94:15	4.51
10 $\frac{1}{2}$ *	Jul 92n	101:08	101:10	- 1 3.30	Nov 93	ci	92:31	93:01	... 4.81
8	Jul 92n	100:31	101:01	- 1 3.47	Feb 94	ci	91:13	91:15	5.09
4 $\frac{3}{4}$	Aug 87-92	98:02	98:18	9.53	May 94	ci	89:31	90:01	... 5.26
7 $\frac{3}{4}$	Aug 92	100:30	101:00	3.52	Aug 94	ci	88:08	88:10	+ 2 5.54
7 $\frac{7}{8}$ e	Aug 92n	101:02	101:04	- 1 3.67	Nov 94	ci	86:20	86:22	+ 2 5.75
3 $\frac{3}{4}$	Aug 92n	101:06	101:08	3.59	Nov 94	np	86:17	86:19	+ 1 5.79
3 $\frac{1}{2}$ e	Aug 92n	101:11	101:13	... 3.56	Feb 95	ci	85:00	85:02	+ 3 5.91

Источник: The Wall Street Journal, May 5, 1992. Reprinted by permission of The Wall Street Journal, 1992 Dow Jones & Company, Inc. All Rights Reserved Worldwide.

Даты наступления сроков погашения всегда даются для облигаций, например «98» обозначает наступление срока погашения для облигации в 1998 г. В государственных облигациях также показывается дата отзыва облигации с правом досрочного погашения; это более ранняя из двух дат. Должник имеет привилегию требовать отзыва и выкупа облигации при наступлении срока отзыва, но не ранее. Если не указана дата отзыва, которая применяется по отношению к большинству облигаций корпораций, то компания может отозвать ценную бумагу в любой момент. Необходимо изучить базисный контракт или соглашение и уяснить, в чем состоят привилегии компании.

Облигации обычно котируются «с процентом». Покупатель платит котировочную рыночную цену *плюс* процент по облигации на момент покупки. Платежи по процентам обычно производятся с интервалами в шесть месяцев; процент накапливается между датами подобных выплат и должен быть выплачен новым владельцем по состоянию на дату перехода собственности к покупателю. Облигации могут также котироваться без учета процентов, если они являются облигациями с нулевым купоном, облигациями, обеспеченными доходом от проекта, или при просрочке платежей. В этом случае цена покупателя равна котировке.

Доходность по облигациям

Расчет доходности по облигациям является загадкой для большинства ленивых людей. Однако ее можно рассчитать всего за несколько минут, но нетренированный человек вряд ли получит правильный ответ. Наилучший путь для выяснения доходности по данной облигации — посмотреть на нее в таблице облигаций, которая в какой-либо форме имеется в большинстве брокерских контор, или использовать калькулятор для финансовых вычислений. Причина сложности расчета состоит в том, что формула расчета доходности по облигации учитывает пять самостоятельных факторов: срок погашения, рыночную цену, купонную ставку, отклонение цены от номинала и инвестиционную стоимость купонов, оставшихся для выплат до наступления срока погашения. Поэтому доходность редко совпадает с купонными ставками. 12%-я облигация вряд ли станет инвестициями, приносящими 12% для покупателя. Она может принести больший или меньший доход, а с этим покупатель должен разобраться до сделки.

Котировки в соответствии с доходностью

Большинство облигаций котируется в пунктах, например 100, $101\frac{1}{2}$ или 102,22. Однако для определенных видов долговых инструментов, например казначейских векселей и трастовых сертификатов железнодорожных компаний, котировки даются в соответствии с доходностью (см. табл. 4-5). Покупатели желают получить облигации по низким ценам, поэтому они дают предложение цены с высокой доходностью. Продавцы желают продать облигации по высоким ценам, поэтому они дают предложение цены с низкой доходностью. Те, кто заключает сделки по подобным эмиссиям, привыкают думать скорее в терминах доходности, а не цен по эмиссиям. Несколько примеров приведены в табл. 4-5.

Таблица 4-5. Котировки казначейских векселей США

TREASURY BILLS						
	Days to					Ask
Maturity	Mat.	Bid	Asked	Chg.		Yld.
May 07'92	0	3.61	3.51	+ 0.07		0.00
May 14'92	7	3.32	3.22	+ 0.07		3.28
May 21'92	14	3.36	3.26	+ 0.04		3.32
May 28'92	21	3.34	3.24	+ 0.04		3.30
Jun 04'92	28	3.46	3.36	+ 0.02		3.42
Jun 11'92	35	3.49	3.45	+ 0.01		3.52
Jun 18'92	42	3.48	3.44	...		3.51
Jun 25'92	49	3.47	3.43	+ 0.01		3.50
Jul 02'92	56	3.55	3.51	- 0.01		3.59
Jul 09'92	63	3.58	3.56	- 0.01		3.64
Jul 16'92	70	3.60	3.58	- 0.01		3.67
Jul 23'92	77	3.60	3.58	- 0.01		3.67
Jul 30'92	84	3.63	3.61	- 0.01		3.70
Aug 06'92	91	3.64	3.62	...		3.71
Aug 13'92	98	3.65	3.63	...		3.73
Aug 20'92	105	3.66	3.64	...		3.74
Aug 27'92	112	3.67	3.65			3.75
Sep 03'92	119	3.68	3.66			3.76

Источник: *The Wall Street Journal*, May 5, 1992. Напечатано с разрешения *The Wall Street Journal*, 1992 Dow Jones & Company, Inc.

ИНФОРМАЦИЯ

Средние курсы и индексы

Человек, внимательно изучающий рынок, обычно следит за одним или несколькими ведущими средними курсами или индексами, которые рассматривались выше, а также другими. Выбор может зависеть от финансовых источников информации или типа средних курсов или индексов, которые, по мнению данного человека, лучше всего соответствуют его потребностям. Некоторые могут даже придумать свои собственные рыночные показатели, но с учетом объема доступной информации это вряд ли будет стоить времени и энергии, которые потребуются для большинства людей при осуществлении подобной лабораторной работы.

Отдельные акции

Некоторые люди считают, что стоит составить небольшой, но репрезентативный перечень акций и следить за ним регулярно. Большинство владельцев акций будут всегда отслеживать цены на свои собственные инвестиции, но

это вовсе не обязательно лучший список акций для слежения за самыми последними переменами на рынке. Некоторые аналитики считают, что целесообразно следить за списком таких рыночных лидеров, как «General Motors» (GM), IBM и «General Electric» (GE). Кое-кто считает, что хорошую картину состояния рынка можно получить, наблюдая лишь за GM. Другие могут составить список акций, которые, по их мнению, отражают динамику цен на акции такого типа и качества, в которые они вложили инвестиции, например акции высокотехнологичных фирм.

Существует такой сбивающий с толку поток деловой информации, что среднему наблюдателю за рынком трудно произвести разумный отбор. Однако имеется ряд основных показателей, которые важны при интерпретации условий бизнеса. Поскольку на фондовый рынок серьезно воздействуют торговцы и инвесторы, которые пытаются прогнозировать условия бизнеса, то тщательное исследование экономической ситуации очень поможет для определения основных причин тенденций на фондовом рынке.

Важнейшими показателями являются цены на продукцию черной металлургии и металлолом. Еженедельные показатели, выраженные в тоннах, публикуются раз в неделю Американским институтом черных металлов. Их важнейшее значение определяется тем фактом, что примерно в 40% всех готовых промышленных изделий используется сталь в качестве сырья.

Очень важны также показатели производства легковых и грузовых автомашин, поскольку автомобильная промышленность по-прежнему является одной из ключевых отраслей страны, несмотря на иностранный импорт, не только в качестве основного потребителя стали и ведущего работодателя, но и в качестве показателя потребительского спроса. Эти показатели публикуются еженедельно в «Ward's Automobile Reports*» и «Automotive News».

Данные о розничных продажах собираются и публикуются еженедельно Бюро переписей. Имеются также исследования потребительских расходов, публикуемых периодически как федеральным правительством, так и Мичиганским университетом.

Ассоциация американских железных дорог выпускает еженедельно различную информацию, включая перевозку легковых автомашин и железнодорожные грузовые перевозки, выраженные в тонно-милях. Подобные показатели могут быть полезными в качестве направления для оценки объема грузовых перевозок по промышленным и торговым каналам, а также в качестве возможных показателей доходов железных дорог.

«F.W. Dodge Corporation*» публикует ежемесячную информацию о выданных заказах на строительство в 50 штатах. В базисной отрасли промышленности, которая сильно зависит от колебаний экономического цикла и, в свою очередь, сама имеет огромное влияние, эти показатели очень важны, поскольку эта отрасль обеспечивает занятость миллионов человек и удовлетворяет огромный спрос на строительные материалы, механизмы, домашние принадлежности и оборудование. Исключительно важна информация о контрактах на промышленное и крупномасштабное строительство, поскольку они отражают планы тысяч корпораций и поэтому являются свидетельством либо деловой уверенности, либо ее отсутствия со стороны ведущих корпораций страны. Информация о разрешениях на строительство в настоящее время не имеет большого значения.

Как «McGraw-Hill Publishing Сотрапу», так и Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) предоставляют информацию о бизнес-планах капитальных расходов. Эта информация дает возможность для прогнозирования изменений, которые могут произойти в строительстве и продажах товаров длительного пользования.

Показатели производства электроэнергии составляются «Edison Electric Institute*» и выпускаются еженедельно. Эти цифры, показывающие изменения в выпуске ее в стране в киловатт-часах, демонстрировали большой рост в течение многих лет. Поскольку они отражают промышленный, торговый и потребительский спрос, требуется исключительно тщательная интерпретация при их использовании в качестве индекса деловой активности.

Периодическая информация, относящаяся к нефтяной промышленности, выпускается Американским институтом нефти. Статистика по целлюлозно-бумажной промышленности может быть получена в Американском институте бумаги. Показатели производства лесоматериалов публикуются еженедельно как Западной ассоциацией лесоматериалов, так и Южной ассоциацией лесопроductов. «Metals Week» публикует показатели текущего производства меди и алюминия, а также других металлов.

«Federal Reserve Bulletin*», который выпускается ежемесячно, содержит огромное число показателей по важнейшим базисным отраслям. «Survey of Current Business*» — ежемесячный обзор Министерства торговли — также дает статистику по таким отраслям промышленности, как химическая, пищевая, электротехническая и металлургическая.

При существующем количестве и разнообразии отчетов, публикуемых различными государственными агентствами, здесь их невозможно перечислить, но не слишком трудно понять, что может быть доступно любому человеку, интересующемуся определенной информацией. Помимо Бюро статистики труда и Бюро переписей информацию можно получить в министерствах торговли, труда и сельского хозяйства. Большой популярностью пользуются показатели, относящиеся к запасам и анализу цен и производства, которые можно получить в Национальной ассоциации агентов по закупкам. Индекс цен на готовые изделия и индекс цен на потребительские товары — очень важные показатели динамики инфляционного процесса.

В 1959 г. Совет Федеральной резервной системы начал публиковать ежеквартальные показатели основных потоков средств и сбережений в США. Это дополнение к объему информации о важнейших факторах общей экономической активности является основой для усовершенствованного и расширенного анализа условий ведения бизнеса. Среди прочих показателей ФРС, которые привлекают широкое внимание, можно выделить «прайм-рейт» по коммерческим бумагам, курс евродолларов, показатели количества денег в обращении, торговые, промышленные и сельскохозяйственные кредиты, свободные резервы банков и предоставленные кредиты с погашением в рассрочку. Следует внимательно наблюдать за кредитной и переучетной политикой ФРС, так как они обычно считаются мощными средствами контроля за деловой активностью. Возрастающая глобализация рынков в последние годы вызвала повышенное внимание к иностранной валюте. Текущую информацию относительно курсов ведущих валют можно получить в крупных банках,

финансовых публикациях или из данных о курсах валют, покупаемых или продаваемых на срок.

Прибыли корпораций занимают много колонок финансовых страниц. Каждый день приносит поток отчетов отдельных корпораций, которые становятся рекой в те периоды времени, когда публикуются квартальные отчеты. За ними необходимо внимательно следить в связи с широко распространенным мнением, что на цены акций серьезное влияние оказывают изменения в прибылях и дивидендах.

Все опытные читатели финансовых страниц понимают взаимозависимость деловых новостей. Ни одна из отраслей не действует в вакууме. Процветание одной отрасли распространяется на многие другие, подобно кругам от камней, брошенных в пруд. Процветание автомобильной промышленности повышает спрос на сталь, резину, стекло, краски, различные принадлежности, запасные части, медь, никель и алюминий. Оказывается также сильное воздействие на занятость и продажи. Сокращение строительства означает снижение спроса на древесину, краски, кирпич, цемент, кафель, сталь, электрическое оборудование, электрические приборы, стекло, домашние принадлежности и многие другие товары. Снижение цен в сельском хозяйстве и доходов фермеров сокращает спрос на сельскохозяйственную технику, потребительские товары, автомобили, продажи путем заказов по почте, удобрения и многие другие товары и услуги, которые продаются фермерам. Подобные явления объясняют, почему так много групп акций проявляют тенденцию согласованного движения вверх и вниз.

Политическая информация

Читатель финансовых страниц, который не обратит внимание на политические новости текущего дня, определенно получит неполную картину фондового рынка. В настоящее время рынок реагирует значительно сильнее, чем это было много лет назад, на политические события, которые могут оказать сильное воздействие на условия бизнеса. В настоящее время центральные правительства во всех странах оказывают серьезное воздействие на экономическую жизнь своих стран путем налогообложения, расходов и денежно-кредитной политики. Теория, согласно которой правительство в значительной степени несет ответственность за процветание страны, в последние годы приобрела настолько сильное влияние, что вызывает очень большие сомнения возможность того, что государство когда-либо в будущем будет играть меньшую роль в экономике страны. Следовательно, политика президента, законодательные акты конгресса, решения федерального суда, регулирующие правила комиссий — все это надо взвешивать надлежащим образом при анализе фондового рынка.

Война, как «горячая», так и «холодная», всегда имела важное значение. С вероятностью того, что постоянная борьба происходит в течение многих лет или, вероятно, всегда, читатель финансовых страниц должен всегда обращать внимание на реакцию рынка на политические новости. Они могут оказывать сильное воздействие на прогнозируемые экономические оценки таких крайне необходимых товаров, как нефть, сельскохозяйственные продук-

ты и металлы, не говоря уже о воздействии на процентные ставки и курсы валют.

Источники информации

Информация, которая появляется на финансовых страницах газет, поступает из многих и разнообразных источников. В значительной степени они собираются крупнейшими информационными агентствами, а также «Dow Jones and Сотрапу», которая издает «The Wall Street Journal», и биржевой службой новостей Dow Jones. Многие из газет крупнейших городов имеют собственный персонал, занимающийся деловыми новостями. В свою очередь эти агентства собирают свою финансовую и деловую информацию в корпорациях, торговых ассоциациях, исследовательских организациях, у руководящих работников фирм и в государственных агентствах. В общем подобные агентства делают прекрасную работу по сбору, редактированию, классификации и сортировке информации по наиболее полезным вопросам в бесконечном потоке подобных отчетов. Ни одна газета не способна опубликовать весь поступающий сегодня материал.

Значительная часть новостей является чисто фактической и не содержит никаких проблем; их можно принимать «по нарицательной стоимости». В данном случае проблема состоит в отборе и оценке. Однако читатели должны постоянно быть настороже в отношении определенных видов газетных материалов в области новостей. Им часто дают определение, что они «инспирированы Джентльменами четвертой власти», т.е. прессой. Эти газетные материалы создаются заинтересованными сторонами для того, чтобы показать благоприятную сторону картины, создать впечатление, выгодное для источника, выпустившего отчет, оказать воздействие на читателя, утаить неблагоприятные факты, тщательно замаскировать преждевременные слухи или привлечь внимание к невысказанной точке зрения. Президенты корпораций в своих отчетах редко станут показывать неблагоприятные перспективы своих компаний; скорее они отметят надежды на будущее или прибыль в прошлом. Финансист будет отрицать слухи о слиянии до тех пор, пока не будут оговорены окончательные детали. Профсоюзные лидеры будут представлять только свою сторону в трудовом конфликте. Никогда еще в истории руководители бизнеса остро не осознавали важности благоприятной информации о деятельности компании. Желание представить общественности «хорошую историю» о деятельности компании во все времена стало главной целью менеджмента. Умный читатель сможет дать надлежащую оценку отчетам корпораций за любое время, обратив внимание на их полноту, беспристрастность и объективность.

Реакция рынка на информацию

Читатель может вбить себе в голову бесконечные факты, статистику, сообщения, отчеты и прогнозы; человек может быть хорошо информирован благодаря тщательному, постоянному и систематическому исследованию финансовых страниц и других многочисленных отчетов о экономическом положении. Ну и что из этого? Наиболее трудная работа при чтении финансовых страниц состоит вовсе не в нахождении новостей; она — в интерпретации.

Исучающие фондовый рынок должны понять, что они имеют дело не с машиной, никто не выбрасывает массу статистики на рынок и наблюдает за реакцией подобно тому, что происходит после нажатия ногой на акселератор автомобиля, находящегося в хорошем состоянии. Рынок — не автомат. Скорее он является сочетанием всех надежд, опасений, обобщений, прогнозов, догадок и анализов тысяч и тысяч отдельных лиц и фирм, которые действуют на рынке каждый день.

Рынок может реагировать или не реагировать на новости в соответствии с ожиданиями. Новость может оказать воздействие на рынок за несколько дней или недель до того, как она достигнет биржевого телеграфа; она может воздействовать на рынок в тот же самый момент, когда о ней становится известно; она может привести к результатам через день или два или она может никогда не привести даже к малейшим изменениям в ценах на акции. Все это представляется тайной для ленивого человека. Вовсе не легко интерпретировать финансовые или политические новости в виде тенденций фондового рынка.

Самый легкий путь оценки ситуации на рынке — предположить, что он реагирует только на так называемые «горячие новости». Некоторые комментаторы на фондовом рынке пользуются этим поверхностным методом анализа. Если на рынке сегодня наблюдается понижательная тенденция, это происходит из-за того, что плохие новости перевешивают хорошие в этот день; если рынок оживлен, то это значит, что хорошие новости толкают цены вверх. Например, идет крупная забастовка шахтеров: если рынок показывает тенденцию к понижению, то господствует пессимизм в отношении разрешения трудового конфликта; если на рынке видна тенденция к повышению, то биржевики надеются на быстрое урегулирование; если на рынке ничего не происходит, то торговцы занимают позицию «поживем — увидим». Слишком часто подобный анализ оказывается ошибочным, поскольку воздействуют на рынок многие скрытые силы. Зачастую эти силы скрыты как для близких к рынку брокеров, даже тех, которые работают в операционном зале биржи, так и для внешних наблюдателей. На рынке может складываться не бросающаяся в глаза тенденция к повышению курсов; но даже наиболее зрелые аналитики не ощущают его рост, пока не пройдет определенное время, а затем мнение может сильно разделиться по вопросу, когда прекратится этот рост. Если при оценке подобной тенденции основываться только на «горячих новостях», то можно прийти к множеству ошибочных выводов и финансовым потерям. Одной из самых замечательных сторон рынка является его способность поглощать без последствий плохие новости при устойчивом рынке и его неспособность восстанавливаться после хороших новостей в условиях снижения курсов. Эта тенденция привела к появлению многих аксиом на Уолл-стрит, например «покупай при слухах, продавай при новостях».

Многие газетные материалы с «горячими новостями» используются для объяснения дневных изменений по отдельным акциям постфактум. Чаще всего редакторы ежедневных колонок, комментирующие положение на рынке, выделяют движение дивидендов, особенно если это изменение было неожиданным. В течение определенных периодов новости в виде слухов о слияниях, трудовых конфликтах и банкротствах могут привести к впечатляющим ценовым изменениям.

«Учтенные» новости

Определенные важные новости вызывают значительные изменения в уровнях цен на акции; другие новости, имеющие равнозначное значение, не вызывают никаких изменений. Во многих случаях объяснение основывается на принципе «учтенных» и «неучтенных» новостей.

К числу «учтенных» новостей относятся те, которые были успешно предсказаны или ожидалось до того, как они стали достоянием широкой общественности или появились на финансовых страницах ежедневных газет. Например, хорошо информированные торговцы и инвесторы могут предсказывать повышение или снижение дивиденда, дробление акций, благоприятный или неблагоприятный отчет о прибылях, повышение ставок, изменение цен или слияние корпораций. С учетом этого прогноза, часто подкрепленного внутренней информацией, не доступной широкой общественности, происходит покупка или продажа значительных количеств акций соответствующей компании. Котировки акций таинственным образом повышаются или понижаются. К тому времени, когда новости достигнут прессы, рынок уже их «учел» и ничего не происходит. Если новости хорошие, то цены на акции могли подняться на 5, 10 или 15 пунктов до того момента, когда все могли понять то, что происходит. Торговец-любитель склонен покупать слишком поздно в подобной ситуации. На рынке уже поднялись цены до того, как ситуация разъяснится.

В отличие от «учтенных» «неучтенная» новость не предсказывалась вообще или в некоторых случаях неправильно прогнозировалась. Она поступает без предупреждения, как гром среди ясного неба. Или новость может быть прямо противоположна ожиданиям. Затем акции могут реагировать очень быстро; это зависит от того, является ли новость хорошей или плохой. Например, корпорация может объявить о дроблении акций, изменении дивиденда, слиянии или крупном заказе. Правительственное официальное лицо, эксперт или комиссия могут объявить о важном изменении в политике или решении. Очень важное политическое событие может произойти неожиданно. Поскольку информация тщательно скрывалась до ее публичного объявления службам новостей, рынок реагирует в это время в соответствии с весомостью мнения до достижения окончательного воздействия новости на стоимость акций.

Способность следящих за рынком людей успешно «учитывать» новости может оказаться весьма прибыльной. Но очень редко торговец может сделать это хорошо и последовательно.

Оптимизм и рынок

Фондовый рынок и те, кто живет за его счет, прямо или косвенно преуспевают за счет оптимизма. Почти каждый желает услышать хорошие новости о рынке, где он является торговцем, инвестором, владельцем акций, редактором газеты, брокером, политиком, владельцем предприятия, фермером или хорошо известным «человеком с улицы». Следовательно, имеется сильная тенденция для всех тех, кто производит, собирает, редактирует и распределяет информацию, обращать внимание на благоприятную сторону новостей

и сводить к минимуму неблагоприятную. «Быки» на рынке обычно превосходят по численности «медведей». По этой причине многие читатели финансовых страниц и многие из следящих за рынком склонны увлекаться розовым светом фальшивых надежд. Лишь немного крупных ошибок совершается умным торговцем или инвестором.

От рынка можно ждать чего угодно

Те, кто изучает рынок и пытается объяснить все рациональными причинами, обнаружат много того, что введет их в заблуждение. Нет более верной характеристики рынка — от него можно ждать чего угодно. По воле случая он может обеспечить крупные доходы без каких-либо заметных причин. А когда цены на нем резко падают, не найдется ни одной причины, которая смогла бы это объяснить. Несмотря на тенденцию со стороны ученых мужей приводить правдоподобные причины происшедших на рынке событий после их совершения, отсутствие даже намека с их стороны о возможности подобного события до его совершения, видимо, свидетельствует о том, что если не существует действительно полного объяснения даже тех событий на рынке, которые произошли в прошлом, то говорить об их каком-либо успешном прогнозировании вообще не имеет смысла.

2

**ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ
ФОНДОВЫХ
БИРЖ**

5

НЬЮ-ЙОРКСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА: ЕЕ ФУНКЦИИ И ИСТОРИЯ

В этой главе рассматриваются функции NYSE как пример всех фондовых бирж США. NYSE была выбрана из-за ее доминирующего положения среди зарегистрированных бирж. Атех и региональные фондовые биржи осуществляют во многом те же самые функции в своих соответствующих сферах действий. Краткое рассмотрение этих и прочих бирж дается ниже.

ФУНКЦИИ НЬЮ-ЙОРКСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Создание устойчивого рынка

Создание устойчивого рынка для отдельных эмиссий ценных бумаг, несомненно, является одной из важнейших функций фондовой биржи. На устойчивом рынке ценные бумаги продаются и покупаются в больших объемах с небольшими изменениями текущих рыночных цен по мере того, как сделки следуют одна за другой. Можно использовать четыре критерия для обозначения устойчивости данных акций на рынке: (1) частота продаж; (2) незначительный разрыв между ценами покупателей и продавцов; (3) надлежащее исполнение приказов и (4) минимальные ценовые изменения между сделками по мере их совершения.

Что ведет к созданию устойчивого рынка? Этому способствует несколько условий. Большое число владельцев акций какой-либо компании ведет к этому, хотя некоторые компании с длинным списком владельцев акций имеют менее устойчивые рынки по сравнению с компаниями с более короткими списками. Имеет значение также размер компании, но многие крупные компании имеют менее устойчивый рынок по сравнению с более мелкими фирмами. Спекулятивный интерес к данной компании, безусловно, придает рынку

большую устойчивость. Активная спекуляция приводит к частым и быстрым продажам и обычно незначительной разнице между ценами. Во многих случаях этот фактор имеет более важное значение по сравнению с числом владельцев акций или размером компании при создании устойчивого рынка, особенно в течение коротких периодов времени. Покупка ценных бумаг с оплатой части суммы за счет кредита и «короткие» продажи повышают объем, частоту и скорость продаж и, вероятно, снижают колебания цен между продажами.

К числу принципиальных выгод от наличия устойчивого рынка можно отнести две, хотя можно добавить и более мелкие выгоды: (1) он ведет к появлению легкорезализуемых, ликвидных инвестиций; (2) следовательно, он способствует кредитованию под обеспечение. Инвесторы могут быстро разместить и изъять средства. Институт типа банка, страховой компании или взаимного фонда может инвестировать свои средства в любое время, перемещать инвестиции и в случае необходимости немедленно их изъять. Аналогичные выгоды относятся и к отдельному человеку, имеющему средства для инвестирования, которому может понадобиться изъять их с целью личного или коммерческого использования, для уплаты налогов или на случай крайней необходимости. При прочих равных условиях зарегистрированные на бирже акции являются обычно лучшей гарантией при ссудах, обеспеченных ценными бумагами, по сравнению с незарегистрированными акциями. Они имеют более высокую стоимость обеспечения по ссуде, что сулит выгоды заемщику; кредитор также извлекает выгоды из ссуды, обеспеченной ликвидными ценными бумагами, которые можно быстро продать, если ссуде будет что-то угрожать.

Невозможно просто ответить на вопрос, насколько в действительности устойчив рынок акций. Некоторые акции, как, например, 50 акций, являющиеся объектом самых крупных ежедневных сделок на NYSE, имеют исключительно устойчивый рынок. На эти акции в среднем приходится свыше 20% всех продаж на бирже. Только на ведущую первую двадцатку приходится более 10% всей деятельности биржи. Свыше одной трети биржевых продаж приходится на 100 наиболее популярных эмиссий.

В настоящее время на Нью-Йоркской фондовой бирже зарегистрированы свыше 2200 эмиссий акций, представляющих более 1700 компаний. В течение типичного дня необычным явлением стало бы отсутствие сделок по целой сотне эмиссий акций. Примерно по 50 эмиссиям обычно не совершаются сделки в течение календарной недели. Если подойти с другой стороны, то сделки совершаются ежедневно с акциями свыше 85% всех эмиссий и еженедельно — свыше 95% эмиссий. Насколько устойчив рынок? Эмиссии, которые продаются ежедневно, составляют устойчивый рынок. Но что можно сказать об эмиссиях, сделки по которым не совершаются даже раз в неделю? Совершенно верно, что эти эмиссии не сопровождаются частыми продажами. Поэтому они не соответствуют одному из критериев устойчивости рынка. С другой стороны, благодаря системе специалистов на бирже любая акция может быть продана или куплена в любой момент и быстро, если такая сделка кому-нибудь нужна. В этом смысле можно сказать, что каждая акция на бирже имеет в определенной степени устойчивый рынок. Однако по менее

ходовым эмиссиям разница между ценами покупателей и продавцов и колебания цен между сделками более значительны (для некоторых намного значительнее) по сравнению с этими показателями для 50 ведущих эмиссий на рынке.

Три критических замечания были высказаны в прошлом относительно выполнения этой функции биржи. Первое состояло в том, что продажи по многим эмиссиям совершаются недостаточно часто для того, чтобы обеспечить устойчивый рынок с минимальными разрывами между ценами продавцов и покупателей. Эта ситуация была недавно пересмотрена. Отдавая должное бирже, все же сомнительно, стоит ли стимулировать активность по менее ходовым эмиссиям только для того, чтобы создать более устойчивый рынок. Акции не становятся намного лучшим объектом для инвестиций только потому, что некоторые акции продаются ежедневно, а не еженедельно.

Второе критическое замечание по выполнению этой функции состояло в том, что для создания устойчивого рынка биржа разрешала проявлять излишнюю активность, которая наносила ущерб рынку в целом. Это критическое замечание звучало очень громко много лет назад, когда спекуляция определенными эмиссиями принимала экстремальные размеры. Например, в течение 1931 г. весь капитал «J.I. Case Company» совершил 68 оборотов¹. Кроме того, когда в 1929 г. пул в «Radio Corporation of America» достиг своего пика активности, продажи акций в течение одного дня составили 10% всех зарегистрированных акций корпорации. Нет никакого сомнения в том, что в прошлом в условиях старого, нерегулируемого рынка рыночная активность по определенным акциям превышала все требования, которые были необходимы для появления легкорезализуемых, ликвидных инвестиций. Это было особенно верно, когда проводились крупные спекуляции на рынке и искусственная рыночная активность являлась важным орудием достижения цели пула по повышению цен. С учетом современного серьезного контроля за рынком со стороны SEC и самой биржи мало вероятно, что сможет повториться ситуация с «J.I. Case» 1931 г. или «Radio Corporation of America» 1929 г. Активность пулов является в значительной степени призраком прошлого, однако излишняя спекуляция по-прежнему время от времени воздействует на рынок. Хотя сейчас спекуляция является не столь безудержной и более искусственной, чем раньше, по-прежнему встречаются подобные случаи, несмотря на сложные методы, предназначенные раскрыть ее, и более жесткие правила и законы, которые должны ее пресекать.

Несмотря на то что оборот отдельных эмиссий акций в любом отдельном году может достигнуть 100% и более, оборот акций в целом находился в диапазоне от 15 до 25% в течение многих лет до самого последнего времени. В 1928 г., когда была безудержная спекуляция, оборот акций составил 132%, а в 1929 г. т- 119%. Эти уровни не были превзойдены в течение более 50 лет. Даже уровни оборота в диапазоне от 33 до 73% в 80-х годах считались очень высокими при сопоставлении с показателями за период с 1930 по 1980 г.

Третье критическое замечание по выполнению этой функции, которое высказывалось в прошлом, состояло в том, что устойчивость ликвидности

¹ John T. Flynn, *Security Speculation* (New York: Harcourt, Brace & World, Inc., 1934), p. 303.

рынка была скорее видимой, чем реальной. Если бы каждый пытался ликвидировать свои инвестиции, эта характеристика рынка могла бы исчезнуть: было бы недостаточно покупателей, и рынок бы потерпел крах, как это случилось в 1929 г. Несмотря на то что ликвидность может существовать даже тогда, когда имеется всего несколько продавцов, размещающих свои ценные бумаги, эта характеристика может исчезнуть при затруднительном положении. Совершенно верно, что при резком падении курсов на рынке влияние покупателей становится слабее давления продавцов и ликвидность может временно исчезать. Быстрая реакция на давление продавцов после таких шоков на рынке, как сердечный приступ президента Эйзенхауэра, убийство президента Кеннеди, отставка президента Никсона и ядерный инцидент с АЭС «Three-Mile Island», помимо многих других, предполагает, однако, что этот аргумент не слишком сильный. Задержки в купле-продаже по большинству эмиссий редко превышали два часа, и большинство приказов на рынке было выполнено до окончания подобных дней. Влияние покупателей проявлялось быстро; продавцы находили ликвидность в том смысле, что они могли обменять свои ценные бумаги на наличные с небольшой задержкой несмотря на то, что они не были полностью удовлетворены полученными суммами.

К чести бирж мы также должны отметить, что нехватка ликвидности не является характерной чертой, присущей только фондовому рынку во времена кризисов. Аналогичная ситуация в прошлом господствовала в банковском деле, на рынке сырьевых товаров и в сфере недвижимости. В самой глубокой стадии Великой депрессии 30-х годов банковская система США полностью обанкротилась; 40% банков исчезли в результате этого процесса. Основные сырьевые товары и недвижимость находили лишь немногих покупателей даже при резком снижении цен. Беспринципные методы и мошенничество, царившие среди ссудо-сберегательных компаний в конце 80-х годов, фактически разрушили эту отрасль.

В обычных условиях фондовые биржи обеспечивают вполне устойчивый рынок для акций известных компаний. Способность бирж обеспечивать устойчивый рынок для проверенных рынком акций, тем самым создавая легкорезализуемые, ликвидные эмиссии, является одной из двух важнейших функций, которые они выполняют. При учете всех факторов они, вероятно, делают свою работу по выполнению этой функции для акций лучше, чем внебиржевой рынок, хотя в связи с улучшением в последние годы системы электронной информации и услуг по исполнению приказов различия между ними значительно сократились.

NYSE специализируется на создании рынка для быстро развивающихся, известных в масштабах всей страны компаний, которые опираются на значительные активы и прибыли; их акции проверены рынком еще до регистрации на бирже. Атех, региональные биржи и внебиржевые рынки много делают для создания рынка для новых, «непроверенных» эмиссий, однако есть и заметные исключения. Устойчивость ликвидности на некоторых из этих рынков иногда недостаточна, но по-прежнему в целом обычная.

Определение справедливой цены

Функция определения справедливой цены имеет такое же значение, как и создание устойчивого рынка. Цены не фиксируются биржами или их членами; цены определяются на биржах в результате взаимного соответствия приказов о покупке и продаже.

Фондовая биржа способствует сведению вместе покупателей и продавцов со всей страны и зачастую из других стран. Предложения цен этих покупателей и продавцов на рынке публичных продаж определяют цены на каждый момент. Специалисты биржи играют временную, благоприятствующую роль в этом определении; однако цены устанавливаются только в результате эффективного спроса и предложения со стороны инвесторов и эмитентов ценных бумаг. Результат настолько близок к рынку свободной конкуренции, какой только может быть в США; безусловно, товарные рынки функционируют аналогично. В то время как установление цен или ценовой контроль со стороны частных коммерческих или государственных агентств является доминирующим фактором в определении цен во всем мире, биржи по-прежнему создают один из наиболее свободных рынков среди когда-либо существовавших.

Два критических замечания высказывались относительно выполнения этой функции рынка. Одно из них состояло в том, что, по крайней мере в прошлом, цены определялись не справедливо, а в результате спекуляций, уровень цен поднимался в результате деятельности пулов и спекулянтов, которые использовали любую уловку в бизнесе для искусственного завышения стоимости; цены занижались скупщиками акций без какого-либо учета основной стоимости. Безусловно, есть истина в обвинительном утверждении, что многочисленные спекулятивные операции существовали на рынке и что рынки в значительной мере стали свободными от таких операций в течение лишь немногих последних лет.

Определение цен путем спекуляций, несомненно, недоказуемо. В течение длительного времени это не входило ни в интересы бирж, ни в интересы участников сделок. В настоящее время организованный биржевой рынок, который разрешал бы спекуляцию, даже если бы SEC не запрещала ее, стал бы большой помехой для рынка ценных бумаг.

Второе критическое замечание относительно выполнения этой функции состоит в том, что спекуляция иногда приводит к повышению цен сверх инвестиционной ценности и к понижению цен ниже ее уровня. Совершенно верно, что цены подвержены значительным колебаниям. Вероятно, они были слишком высоки в 1929 г., слишком низки в 1932 г. Хорошо говорить, что акции должны продаваться по «инвестиционной стоимости» или «внутренней ценности», но что эти термины обозначают? Не существует признанного стандарта для измерения инвестиционной стоимости акций. Как мы отметили в главе 2, в частности, существует лишь незначительная очевидная взаимосвязь между балансовой стоимостью, номинальной стоимостью и рыночной стоимостью для многих эмиссий акций. Инвестиционная стоимость отражает мнения людей относительно будущего, которое четко не определено и ни один человек не может его с уверенностью предсказать.

Иногда утверждается, что в ценах на акции следует учитывать рыночную капитализацию в результате прибылей; например, акции должны продаваться по цене, которая, скажем, в десять раз превышает прибыль. Мы знаем, что рынок никогда не действовал в соответствии с такой точной формулой. С 1939 по 1990 г. акции промышленных компаний, входящих в индекс Dow Jones, продавались при среднем отношении рыночной цены акции к чистой прибыли компании как 13:1. Однако в течение всего периода это отношение поднималось выше 23 : 1 и опускалось ниже 8 : 1. В течение этого периода текущая доходность в среднем составляла примерно 4%, однако колебалась от максимальной — более 7% (в 1974 г.) — до минимальной — ниже 3% (в 1968 и 1987 гг.). Что же тогда представляет «реальная стоимость» типичного среднего курса акций промышленных компаний Dow Jones с точки зрения отношения рыночной цены акции к чистой прибыли компании и доходности? Точного стандарта здесь не существует.

Все, что мы можем сказать на этот счет, состоит в том, что акции стоят столько, сколько доходов они принесут. Если они продаются по цене ниже нетто-ликвидных активов, что многие делали в 1932 г., то это означает их стоимость; если они продаются по цене, которая в 20 раз превышает прибыль, то это тоже их стоимость. Цены на акции не устанавливаются с помощью математических правил и отношений; они определяются предложением желаемых цен со стороны покупателей и продавцов. Вероятно, наиболее важным фактором является публичная уверенность, которую нельзя точно измерить.

На цены акций не влияют ни манипулирование, ни чрезмерная спекуляция. В настоящее время на них не оказывается значительного воздействия. Помимо всего этого, установление справедливой цены осуществляется путем совпадения цен, предложенных покупателями и продавцами, на свободном рынке и достижения соглашения при условии приемлемости цен.

Помощь в финансировании промышленности

Промышленность получает большую часть своего нового капитала путем удержания прибыли от распределения по акциям и продажи ценных бумаг вне фондовых бирж. Биржи предоставляют главным образом различные услуги.

Мобилизуя капитал путем продажи ценных бумаг, промышленность делает это обычно через внебиржевой рынок. Размещение новых эмиссий облигаций и акций, как правило, гарантируется фирмами по торговле ценными бумагами. Только после того как эмиссии проданы фирмами, размещающими ценные бумаги, и стали собственностью покупателей, они регистрируются на бирже. Новые компании могут ждать многие годы, пока их эмиссии будут зарегистрированы. Следовательно, привлечение капитала новыми или старыми компаниями путем продажи новых эмиссий облигаций или акций зависит в большей степени от эффективности действий на внебиржевом рынке, чем на фондовых биржах.

На самом деле корпорации привлекают лишь малую часть своих средств путем продажи новых выпусков ценных бумаг. За небольшими исключениями более половины их средств обычно поступает из таких внутренних источ-

ников, как нераспределенная прибыль и амортизационные отчисления. Чистые поступления от новых эмиссий ценных бумаг обеспечивали в течение многих лет не более 10% средств из внешних источников. Такие внешние источники, как долгосрочная задолженность, дают значительно больше средств, и даже такие долговые источники, как прирост счетов кредиторов, намного превосходят по объему средства, получаемые от новых эмиссий акций².

Поэтому наши выводы по этому вопросу состоят в том, что: (1) биржи не являются первичным рынком для новых ценных бумаг; (2) новые эмиссии ценных бумаг размещаются на внебиржевом рынке, как правило, до регистрации на любой бирже и (3) основная часть нового капитала корпораций поступает из внутренних источников и других внешних источников, а не от продажи новых ценных бумаг.

Однако организованные биржи вносят реальный вклад в финансирование промышленности, хотя он является косвенным и вторичным. Он состоит в продаже прав акционеров на покупку акций, зарегистрированных на бирже из новых выпусков на льготных условиях. Корпорации могут продавать обыкновенные акции и конвертируемые облигации одним из двух способов: (1) путем использования прав акционеров на покупку акций из новых выпусков по льготной подписке и (2) путем продажи на внебиржевом рынке посредством аукционов или по частному соглашению. Иногда зарегистрированная на бирже компания продает новые акции или конвертируемые облигации уже существующим владельцам на основе льготной подписки. Согласно этой процедуре, подробно описанной в главе 24, владельцам акций предоставляются права, позволяющие им покупать новые акции или облигации по привлекательным ценам. При появлении акций с этими правами они немедленно становятся объектом продажи на биржах. Многие владельцы акций, в некоторых случаях более половины, распоряжаются этими правами, скорее продавая их, а не покупая новые ценные бумаги у корпорации. В этом случае биржи предоставляют свои услуги. Путем создания устойчивого рынка для этих прав в течение периода льготной подписки биржи позволяют компании успешно реализовывать на рынке новые акции.

В том случае, если владельцы акций не хотят инвестировать дополнительный капитал в свои компании, они могут продать эти права инвесторам, которые хотят это сделать. Тем самым корпорация обеспечивает себе новые средства на рынке капиталов. В этом случае биржи реально помогают корпорациям в их финансировании и позволяют им обеспечить себя дополнительными новыми средствами на благоприятных условиях. Очевидно, что не зарегистрированная на бирже корпорация, может предоставить права акционерам на покупку акций из новых выпусков на льготных условиях и привлечь капитал со стороны акционеров или других лиц, но считается, что это было бы более сложной операцией, чем если бы эти права пользовались большим спросом на биржах.

Зарегистрированным на бирже компаниям легче продавать свои ценные бумаги по сравнению с незарегистрированными либо через синдикаты гарантов, либо непосредственно владельцам акций; это благоприятствует но-

² Конкретные данные можно получить в таких публикациях Федеральной резервной системы, как *Federal Reserve Bulletin* и *Flow of Funds Accounts*.

вому финансированию. То обстоятельство, что новые ценные бумаги должны быть зарегистрированы на бирже, способствует их первоначальной продаже. Рыночные цены на ценные бумаги зарегистрированных компаний показывают тенденцию к росту и прибылям в подобных компаниях; эти условия позволяют успешно действующим компаниям легче привлекать капитал благодаря подобной рекламе, если они примут решение привлечь дополнительные средства через рынок капиталов. Зарегистрированные на бирже акции (но вовсе не обязательно зарегистрированные облигации) имеют более привлекательный и широкий рынок по сравнению с незарегистрированной эмиссией. Эти выгоды значительны; однако они не могут использоваться для подтверждения широко распространенного тезиса некоторых авторов, что биржи обеспечивают первичный рынок для нового капитала для промышленности.

Функция «учета»

В более ранние годы обычно считалось, что изменения цен на акции предшествовали переменам в деловой активности. Говорилось, что фондовый рынок «учитывал» условия бизнеса на несколько месяцев раньше. Термин «учет» в данном контексте означает предвидение перемен. Теоретически торговцы акциями, которые ожидали улучшения экономического положения и повышения прибылей, должны покупать акции. Когда прогнозировалось падение активности и прибылей, торговцы должны были избавляться от акций. Их способность к этому была результатом их хорошей информированности о положении дел и знания производства, продаж и экономической ситуации в целом. Подразумевалось, что они могли заниматься куплей-продажей, обладая преимуществом этого знания. Поскольку многие корпоративные «инсайдеры» присутствовали на рынке в эти ранние годы, то их мнению придавалось большое значение. Их знание полученных заказов или портфеля заказов на будущее, темпов производства, изучение спроса и аналогичных вопросов давали им неоценимую информацию для спекуляции.

Эту идею о способности фондового рынка прогнозировать условия хозяйствования много лет назад С. Хьюбнер выразил следующими словами: «Любая крупная экономическая депрессия или подъем без исключения в этой стране «учитывались» нашими рынками ценных бумаг заранее, от шести месяцев до двух лет³ до того, как времена вялости или процветания становились реальностью».

Был проведен ряд исследований зависимости между изменениями цен на акции и экономических условий. Л. Айрес, который изучил 25 экономических циклов с 1829 до 1938 г., пришел к выводу, что в типичном цикле наиболее высокий уровень цен на акции наблюдался за семь месяцев до наступления наиболее высокого уровня деловой активности, а наиболее низкий уровень цен на акции приходился за пять месяцев до самой низкой точки деловой активности⁴.

³ S.S.Huebner, *The Stock Market* (New York: Appleton-Century-Crofts, 1934), p. 39.

⁴ L.P.Ayres, *Turning Points in Business Cycles* (New York: Macmillan, 1940), p. 67.

Исследование, проведенное «Cleveland Trust Сотрапу», охватывало период с 1871 до 1953 г.⁵ В течение этого периода было 39 поворотных точек экономического цикла. Вывод состоял в том, что в 29 из 39 случаев цены на акции проходили эти точки раньше деловой конъюнктуры; в двух случаях это было в один и тот же месяц и в четырех случаях — на следующий месяц, а в четырех случаях не было удовлетворительного сопоставления. В среднем опережение составляло 6 месяцев, однако самое раннее опережение составило 21 месяц, а самое позднее опоздание — 3 месяца.

Еще одно тщательное исследование было проведено Джоффри Х. Муром и его коллегами в Национальном бюро экономических исследований⁶. При исследовании 26 экономических циклов в 1899 — 1958 гг. они обнаружили, что индекс Dow Jones вел к изменению деловой активности в 31 из 52 поворотных точек. В среднем опережение составило 4,5 месяца. Это производит впечатление. Однако он также обнаружил, что цены на акции опередили экономический цикл в одном из случаев на 21 месяц, а в другом случае опоздали на 9 месяцев. При таком огромном диапазоне разброса среднее опережение в 4,5 месяца теряет во многом свое значение в качестве надежного показателя поворотных моментов в экономическом положении. Группа исследователей приняла решение сохранить движение цен на акции в качестве одного из показателей экономической активности для оценки экономического положения. Более позднее исследование, проведенное той же самой организацией и опубликованное в 1975 г., дало заключение, что за предшествовавшие 100 лет изменения в ценах на акции опережали поворотные точки экономического цикла в 33 из 44 случаев, а средний период опережения увеличился с 5 до 9 месяцев.

Хотя изменение цен на акции во многих случаях было удовлетворительным фактором при «учете» перемен в экономическом положении, во многих других случаях он, безусловно, был менее надежным показателем. В 1929 г. крупное падение цен на акции произошло в конце октября. Однако индекс Dow Jones достиг своего наивысшего значения в сентябре. Это уже было отставание в прогнозировании депрессии. Контракты на строительство достигли своей наивысшей точки в июне 1928 г.; оптовые цены — в июле 1929 г.; а промышленное производство — в августе 1929 г. Лишь после того как произошло заметное ухудшение экономического положения, в октябре произошел крах на фондовом рынке. Только при обозначении глубины кризиса этот рынок показал свою действительную способность прогнозирования.

С 1939 г. рынок демонстрировал свое непостоянство в области «учетной» способности. Промышленное производство стабильно возрастало с 1939 по 1942 г.; за аналогичный период цены на акции промышленных компаний систематически падали. Промышленное производство достигло своей максимальной точки в условиях войны в декабре 1943 г. и затем сокращалось вплоть до января 1946 г.; в течение этого периода курсы акций промышленных компаний росли. 1946 год был назван «годом депрессии, которая никогда не

⁵ *The Cleveland Trust Bulletin*, April 16, 1954, p. 3.

⁶ Geoffrey H. Moore (ed.), *Business Cycle Indicators* (2 vol.; Princeton, NJ: Princeton University Press, 1961), например, Vol. I, 56.

наступила». В ожидании этой депрессии цены на акции резко упали в августе того же года и были на низком уровне в течение 1947 г.; однако промышленное производство увеличивалось как в 1946-м, так и 1947 г. Промышленное производство росло в 1949—1953 гг.; цены на акции промышленных компаний также повышались в течение этого периода. Небольшой спад в производстве начался в 1953 г. и продолжился в 1954 г., однако цены на акции промышленных компаний показали свои хорошие «учетные» способности последующего оживления производства путем прохождения поворотной точки в сторону повышения за 11 месяцев до роста индекса промышленного производства. Среди этих пяти изменений в производстве цены на акции явно не совпали в трех случаях при «учете» тенденции экономического цикла при сопоставлении с показателями промышленного производства. За крупным падением цен на рынке в 1987 г. в ближайшем будущем не последовало значительного сокращения ни промышленного производства, ни валового национального продукта. Спад 1990—1991 гг. сопровождался рекордно высокими уровнями средних курсов Dow Jones.

Тот, кто пытается предсказать экономическое положение на основе поведения фондового рынка, безусловно, разочарован. Почти не следует полагаться на теорию, что цены на акции в одиночку предсказывают перемены в экономическом положении за четыре с половиной месяца. Это верно для взятого в отдельности всего ряда показателей, который используется для предсказания перемен в экономическом положении. Как однажды сказали два знатока в области экономического цикла: «... ни один результат среднего опережения во временном ряду в прошедших циклических оживлениях не сможет сказать, когда точно наступит следующее оживление»⁷.

Другие функции

Четыре важные функции фондовых бирж были рассмотрены с некоторыми подробностями выше. Три другие функции состоят в следующем. Во-первых, биржи предоставляют точные и постоянные отчеты о продажах и котировках, которые выше по своему уровню, чем на каком-либо другом типе рынка. Во-вторых, они публикуют значительную информацию о зарегистрированных компаниях, особенно относительно их финансового положения. Наконец, в-третьих, биржи пытаются защитить владельцев ценных бумаг посредством правил, предназначенных устранить нечестную и незаконную деятельность в брокерском бизнесе.

ИСТОРИЯ НЬЮ-ЙОРКСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Полную и достоверную историю NYSE и Wall Street еще предстоит написать. К сожалению, на стадии формирования биржи никто даже не предпринимал серьезной попытки написать систематическое, тщательное и беспристрастное исследование ее развития. Действительно, лишь немногие авторы вообще проявили заинтересованность в истории финансового развития стра-

⁷ *Цит. по: F. Leames, The New York Stock Exchange (New York: Thomas G. Hall, 1894), p. 13.*

ны на ранних этапах, несмотря на всю огромную роль ее финансовых учреждений как фактора экономического роста. В этом коротком обзоре можно выделить лишь основные черты ее замечательного развития в длительной и полной событиями хронологии.

Первый рынок акций

Существуют большие сомнения по поводу того, когда начал функционировать первый рынок ценных бумаг в Нью-Йорке. Некоторые сделки с ценными бумагами, вероятно, были заключены в 1725 г. Эти операции имели своим происхождением аукционный рынок в нижней части Нью-Йорка в начале Уолл-стрит. Этот рынок занимался такими товарами, как пшеница и табак, а также ценными бумагами; даже *рабы* покупались и продавались до 1788 г. Безусловно, рынок ценных бумаг не имел большого значения.

Первое упоминание о каком-либо определенном рынке ценных бумаг в газетах можно было найти в «Diary» или «Loundon's Registers, напечатанной в Нью-Йорке в марте 1792 г. В короткой заметке в этом номере говорилось, что дилеры, занимающиеся акциями, встречались каждый полдень на Уолл-стрит, 22; продажи проводились совместно аукционистами и дилерами⁸. В то время в Нью-Йорке был лишь один зарегистрированный банк — «Bank of New York»; население города составляло лишь 35 тыс. жителей.

Спекуляции облигациями революционного военного займа

Рынок ценных бумаг впервые приобрел значение с созданием федерального правительства. Александер Гамильтон, один из великих финансовых умов в американской истории, был избран первым секретарем казначейства. В своем «Отчете» от января 1790 г. он рекомендовал правительству погасить старые облигации революционного военного займа — как Континентального конгресса, так и 13 колоний — и заменить их новыми. Держатели этих эмиссий должны были получить новые 6%-е и 3%-е ценные бумаги. Огромная спекуляция охватила страну, когда банкиры, брокеры, губернаторы, конгрессмены и спекулянты стали убеждать нацию покупать сильно обесценившиеся облигации. В ходе этого процесса были сделаны огромные состояния.

Гамильтону удалось добиться воплощения своей идеи в отношении континентальных облигаций без особого сопротивления, однако он встретился с упорным сопротивлением со стороны Джефферсона и других людей по колониальным облигациям. В финальной битве в конгрессе ему не хватило одного голоса в Сенате и пяти голосов в Палате представителей. Гамильтон и Джефферсон совершили впоследствии одну из самых замечательных «делок» в американской истории⁹. Гамильтон получил свой закон о погашении старых облигаций путем выпуска новых; Джефферсон добился осуществления своего пожелания о перемещении столицы страны — сначала в Филадельфию на 10 лет и затем на юг. На Уолл-стрит было большое веселье.

⁸ *Ibid.*

⁹ R.I. Warshaw, *The Story of Wall Street* (New York: Greenberg, 1929), p. 30.

Второй по значению только по отношению к спекуляциям с облигациями военного займа была спекуляция акциями «First Bank of the United States». Этот банк, зарегистрированный в 1791 г., выпустил акции с номиналом 100 дол. Немедленно был проявлен огромный интерес к его акциям не только со стороны финансистов и брокеров, но и государственных официальных лиц. В течение года курс акций поднялся до 195 дол.; хитрые спекулянты тогда получили свои доходы, и акции упали до 108 дол. в течение всего одного месяца. Возмущение было велико, поскольку стало известно о крупных прибылях спекулянтов и политиков.

«Соглашение под платаном»

Первые дилеры в области ценных бумаг были не столько брокерами, сколько купцами и аукционистами. Купля-продажа ценных бумаг стала их специальностью только после начала спекуляции государственными ценными бумагами в 1790 г. Товарные дилеры и брокеры по ценным бумагам теперь стали разделяться; последние организовали торговлю под платановым деревом на Уолл-стрит, 68. Возможно, брокеры устали от монополии аукционистов, которые продавали акции, и стремились создать свою собственную организацию. В марте 1792 г. они собрались на тайную встречу для обсуждения своих действий в гостинице «Corre's». 17 мая 1792 г. они составили и приняли первый документ в истории того, что позднее стало Нью-Йоркской фондовой биржей. Его текст был коротким, цели — безошибочными:

«Мы, нижеподписавшиеся, брокеры по покупке и продаже публичных ценных бумаг, настоящим торжественно обещаем и обязуемся друг перед другом, что мы не будем покупать или продавать с этого дня любому лицу какие бы то ни было виды публичных ценных бумаг без взимания комиссии в размере не менее одной четверти процента стоимости звонкой монетой и что мы будем отдавать предпочтение друг другу в наших переговорах. В доказательство этого мы подписали этот документ 17 числа месяца мая 1792 года в Нью-Йорке»¹⁰.

Вкратце этот документ имел два положения: (1) брокеры должны были совершать сделки только друг с другом, тем самым исключая аукционистов, и (2) комиссионные составляли 0,25%.

Период 1792—1817 гг.

Сравнительно мало данных имеется об этом периоде формирования биржи. Несмотря на то что «Соглашение под платаном» централизовало рынок, не было большого объема торговли, кроме сделок с правительственными ценными бумагами. В 1793 г. был построен «Tontine Coffee House». Самое крупное строение на Уолл-стрит и стало первым местом размещения вновь созданной брокерской организации. В действительности это сооружение было биржей купцов, и там проводились многие виды бизнеса, включая брокерский, который проходил в комнате «наверху под крышей». В солнечные дни брокеры по-прежнему встречались на мостовой.

После того как закончилась спекуляция облигациями военного займа и акциями «First Вапк», бизнес опустился до очень низкого уровня. Тактика спекулянтов привела к большим критическим замечаниям в адрес этого вида бизнеса, и интерес публики переместился на другие области коммерческой деятельности. Газеты почти не обращали внимания на котировки ценных бумаг и не возобновляли публикацию котировок до 1815 г. 10 марта 1815 г. «New York Commercial Advertised*» поместил полный список из 24 акций¹¹. Почти все из них были государственными ценными бумагами и акциями банков; только одна компания из обрабатывающей промышленности украшала список. Небольшой объем торговли в то время ограничивался в значительной мере несколькими федеральными эмиссиями и ведущими банками. Было лишь несколько ценных бумаг помимо тех, которые были выпущены для финансирования банков, страховых компаний, строительства каналов, дорог, мостов, где взимаются пошлины, и компаний, занимающихся водоснабжением.

Брокеры в тот период действовали исключительно как брокеры; они не выступали в качестве дилеров. Следовательно, сделки на рынке осуществлялись небольшой группой брокеров.

Биржа перемещается под крышу дома: 1817 г.

Значительный шаг на пути создания более формальной организации был сделан брокерами в 1817 г. К тому времени было восемь фирм и 19 отдельных лиц, которые занимались этим бизнесом. Это дело все более оживлялось по мере того, как возникало все большее число корпораций и страна переживала экономический рост. Соответственно было принято решение, что необходимы перемены. В то время Нью-Йоркские брокеры далеко отставали от конкурирующей организации в Филадельфии. Последняя действовала в качестве организованного совета брокеров с 1790 г.; она включала президента, секретаря и полную организацию со своими правилами. В начале 1817 г. группа из Нью-Йорка послала делегата с целью посещения Филадельфийской биржи, который вернулся с исчерпывающим отчетом. Немедленно по возвращении этой делегации, состоявшей из одного человека, группа из Нью-Йорка организовала свою собственную ассоциацию, очень похожую на филадельфийскую¹².

Новая организация стала называться Нью-Йоркским фондовым и биржевым советом. Был составлен устав и избран руководящий персонал. Были установлены правила; одно из них запрещало «фиктивные продажи». Были введены комиссионные, которые составляли от 0,25 до 0,50%. Группа приняла решение, что не стоит больше встречаться в конторе Сэмюэла Дж.Биба в старом «Tontine Coffee House», поэтому она сняла за 200 дол. в год со сторожем комнату исключительно для своей деятельности на Уолл-стрит, 40.

С этого времени процедуры купли-продажи стали более регулярными по сравнению с прошлым. Президент биржи называл акции по порядку; в то время в списке их было около 30. После того как каждая эмиссия называ-

¹¹ Warshow, *op. c/f.*, p. 59.

¹² J.K.Medbury, *Men and Mysteries of Wall Street* (Boston: Fields, Osgood, 1870), p. 288.

лась, брокеры оглашали свои цены на покупку и продажу. Бизнес начинался примерно в 11 часов 30 минут и обычно заканчивался к 13 часам. Дисциплина поддерживалась благодаря штрафам. Расчеты по контрактам производились в 14 часов 15 минут дня, следующего за днем заключения сделки. Эта практика продолжалась свыше 100 лет.

С 1817 г. доступ в Биржевой совет стал ограниченным. Новые члены принимались с большой неохотой; три черных шара исключали кандидата из длинного списка заявок. В 1817 г. вступительный взнос составлял вовсе не внушительную сумму в 25 дол.; в 1827 г. он был повышен до 100 дол.¹³

Период с 1817 г. до гражданской войны

После создания формальной организации в 1817 г. Биржевой совет поменял несколько мест расположения в поисках наилучших условий. Через десять лет он размещался в Торговой бирже. Однако объем деятельности был по-прежнему невелик. 16 марта 1830 г. он достиг самого низкого уровня за всю историю и составил 31 акцию; купля-продажа была совершена только по двум эмиссиям на общую стоимость 3470 дол.

С этого времени объем торговли стал неуклонно увеличиваться. Железнодорожная компания «Mohawk and Hudson» стала первой железной дорогой, которая зарегистрировала свои акции; торговля началась в августе 1830 г. За ней последовали другие важные эмиссии. Акции и облигации стоимостью в миллионы долларов стали выпускаться для транспортных компаний и других видов строительства. К 1838 г. было выпущено ценных бумаг на 175 млн дол. железными дорогами, банками, каналами и для дорожного строительства; многие из дельцов оказались в Биржевом совете¹⁴.

В середине 30-х годов великая лихорадка спекуляции земельными участками захлестнула страну. По всей стране каждый покупал и продавал земельные участки по все более высоким ценам. Банки брали в ссуду огромные суммы для приобретения недвижимости; большие кредиты поступили из Европы. Фермеры забросили свои урожаи в этом диком помешательстве. Спекуляция добралась и до Биржевого совета; ряд эмиссий акций железных дорог и каналов повысил свои котировки в два и три раза за несколько месяцев в конце 1834-го и начале 1835 г. Наконец этот искусственный бум лопнул; неурожай 1836 г. привел к обвалу цен на земельные участки в следующем году. Несмотря на то что кризис был преимущественно торговым, серьезное потрясение затронуло и финансовый район Нью-Йорка. Многие штаты отказывались от уплаты своих долгов; крахи банков встречались на каждом шагу. Спекуляция вновь сократилась до низкого уровня.

Крупный пожар в 1835 г. уничтожил помещение Биржевого совета. После нескольких попыток приобрести постоянное местопребывание, когда одним из временных пристанищ был даже сеновал, в 1842 г. он разместился в одной из комнат нового здания Торговой биржи. В то же самое время была введена должность оплачиваемого президента; его оклад составил 2000 дол. в год. Взносы

¹³ Eames, *op. cit.*, p. 85.

¹⁴ Medbery, *op. cit.*, p. 292.

были также повышены. В 40-х годах появилась телеграфная связь; это в значительной степени помогло Нью-Йорку стать национальным рынком ценных бумаг. Он обошел и далеко оторвался от Филадельфии в качестве ведущего финансового центра.

Страна и биржа постепенно возрождались после паники 1837 г. Судя по всему, в 40-х годах в истории биржи больших событий не происходило. К 1848 г. число ее членов возросло до 75. Проводились как утренние, так и дневные сессии. После окончания работы на бирже крупная торговля происходила на улице перед Торговой биржей. Ежедневный оборот составлял примерно 5 тыс. акций.

В 1848 г. биржа издала отчет о своем финансовом положении; ее состояние было отличным. Доходы за год составили 10 396 дол., а расходы — только 9317 дол., что дало умеренный доход в 1079 дол.

Объем находившихся в обращении ценных бумаг быстро возрастал в течение 40-х и начале 50-х годов. Считалось, что в 1854 г. в стране находились в обращении ценные бумаги на сумму свыше 1178 млн дол. Только на эмиссии штатов приходилось 111 млн дол. Вероятно, 18% всей суммы ценных бумаг принадлежало иностранным инвесторам¹⁵.

В начале 50-х годов денег стало намного больше в связи с богатствами, поступившими из Калифорнии. Спекуляция вновь стала обычным делом, поскольку публика толпилась в комнатах биржи. Спекуляция была настолько большой, что возник «внешний» совет с еще большим числом брокеров, чем на регулируемой бирже. Он снял помещения в комнатах под Биржевым советом, и была установлена постоянная связь между двумя рынками. Банки способствовали бешеной спекуляции, проводя либеральную политику предоставления кредитов. Было известно, что брокеры депонировали 1500 дол. наличными и затем выписывали надлежащим образом оформленные чеки на сумму 100—300 тыс. дол. Популярный журнал сообщал, что процветание в течение 12 месяцев, которые окончились июнем 1853 г., не имело себе равных за всю историю новой нации¹⁶.

Неожиданно ситуация ухудшилась. Лондон стал продавать американские ценные бумаги; банки требовали возврата кредитов; вклады сокращались; рынок рухнул. В конце 1853 г. на Уолл-стрит было так мрачно, как в зачумленном городе, а брокеры порхали взад и вперед, как беспокойные призраки. Биржа почти перестала существовать. Однако к лету 1855 г. процветание вернулось. Денег было много, урожаи были богатыми, доходы железных дорог были высокими, а спекуляция вновь стала прибыльным делом. Однако эта приятная ситуация продолжалась недолго; в 1857 г. произошло резкое падение на рынке. Курс акций «Erie» упал с 64 до 18 дол., а «New York Central» — с 95 до 53 дол. Безответственная банковская система вновь создала хаос в экономической организации страны.

Стоит отметить, что Биржевой совет проявил заметную силу в период кризиса 1857 г. Несмотря на резкое падение курсов его ценных бумаг, это падение было меньшим по сравнению с незарегистрированными ценными

* Secretary of Treasury, *Report on Foreign Holdings of American Securities, 1854.*

• Medbery, *op. cit.*, p. 306.

бумагами, рынок которых вообще отсутствовал. Ценность места на бирже стала очевидной всем брокерам, и в 1858 г. было подано много заявок на вступление. Однако Совет не стремился получить новых членов. В значительной степени он стал замкнутым клубом. Брокеры очень гордились подобной ситуацией. Они надевали на работу цилиндры и фраки. Это был элегантный и доходный бизнес. На появление молодых людей смотрели неодобрительно. Ко всему прочему вступительный взнос был увеличен до 1000 дол. — жестокая реальность, которая удерживала многих молодых людей от вступления в организацию, даже если они могли преодолеть барьер из пяти черных шаров для членства. Один брокер того времени описывал это так: «Старые друзья объединились в лигу взаимного восхищения и энергично боролись с молодыми людьми, борясь за каждую пядь земли, когда молодой человек пытался вступить в этот круг избранных»¹⁷.

Перед гражданской войной рынок денег до востребования в Нью-Йорке стал весьма значительным. Это позволило спекулянтам приобретать новые эмиссии ценных бумаг под банковские гарантии и играть значительную роль в сохранении преимущественного контроля за железными дорогами в руках американцев, а не иностранцев. Брокерские фирмы часто авансировали крупные суммы для оказания помощи в строительстве железных дорог.

В конце 50-х годов объем спекуляций значительно возрос. В одном из месяцев 1856 г. объем торговли достиг 1 млн акций; а однажды в 1857 г. он составил 71 000 акций.

Некоторые перемены в администрации Биржевого совета произошли в 1856 г.¹⁸ Перестали использовать оплачиваемого президента; эта должность стала почетной. Только после реорганизации в 1938 г. заработная плата стала вновь выплачиваться руководителям биржи. Однако заработная плата выплачивалась первому и второму вице-президентам, которые проводили «отзывы» ценных бумаг. Доход организации теперь дополнялся ежегодными членскими взносами в размере 50 дол.

С 1817 по 1860 г. Уолл-стрит знала лишь несколько крупных спекулянтов на рынке, но их было меньше, чем впоследствии. Выдающимся примером был Джэкоб Литтл, один из самых знаменитых спекулянтов, игравших на понижение. В 1837 г. он основал свою собственную фирму «Little and Сотрапу». Всегда настроенный на понижение, он сделал состояние на панике 1837 г. А всего он сделал и потерял четыре состояния; после последнего поражения он не смог восстановиться. Попавшись на «коротких» 100 тыс. акциях «Erie» в конце 1856 г., он потерял 10 млн дол. Он слишком быстро продал «короткие» акции.

Гражданская война

Гражданская война вызвала беспрецедентную волну спекуляции. Рынки ценных бумаг, золота и товаров были подвержены невероятной активности. Солидные предприниматели, брокеры, юристы, священники, дамы из обще-

¹⁷ Henry Clews, *Fifty Years in Wall Street* (New York: Irving, 1908), p. 7.

¹⁸ Eames, *op. cit.*, p. 37.

ства, политики — все горели в лихорадке спекуляции, которая продолжалась с раннего утра до позднего вечера.

В период войны действовало не менее четырех бирж. Нью-Йоркская фондовая биржа приняла свое современное название в 1863 г. Кроме того, существовала биржа на открытом воздухе — предшественница современной Американской фондовой биржи. На ней торговали теми же самыми эмиссиями акций, которые продавались в операционном зале NYSE, и она работала в те часы, когда та не работала. В 1862 г. была создана «Coal Hole» («Угольная яма»). Она находилась в подвале на Уильям-стрит, 23; ею руководил хитрый человек, который брал вступительный взнос за ее использование. Еще одна биржа была образована в соседней комнате с NYSE; на ней торговали на основе тех новостей, которые могли получить с ведущей биржи.

Торговля золотом на NYSE началась в операционном зале в 1861 г., как только страна отказалась обменивать свои бумажные деньги на звонкую монету. Золото вскоре пошло с премией, а бумажные деньги продавались со скидкой. Это было незадолго до того, как торговля золотом стала настолько важной, что она затмила торговлю ценными бумагами. Руководство биржи, помнившее об этом обстоятельстве, а также непатриотическом использовании подобной деятельности, запретило продажу золота; эта деятельность немедленно перебазировалась на другие биржи, прежде всего на «Coal Hole» и позднее на Золотую биржу. Комната новостей Джилпина на Уильям-стрит и Биржевое место также превратились в рынок золота с ежегодным вступительным взносом 25 дол. Значительная часть спекуляции золотом происходила на этих двух рынках. В 1864 г. спекуляция приняла такие масштабы, что была организована еще одна группа — Золотой совет. Была создана «Gold Room», и основная часть торговли золотом перебралась туда, покинув «Coal Hole» и Джилпина.

Во время войны бумажные деньги значительно обесценились, и их курс изменялся в соответствии с любым известием о ходе войны. Золото продавалось с большими премиями при обмене на неконвертируемые бумажные деньги. Новости достигали бирж золота с большей скоростью, чем «Associated Press» могла сообщать в газеты. Впервые золото продавалось с премией в апреле 1862 г. По мере роста успехов Конфедерации премии возрастали. 11 июля 1864 г. золото продавалось по 285; бумажные деньги стоили 35 центов за доллар.

Правительство предприняло множество бесплодных попыток предотвратить неуклонное обесценение валюты. В феврале 1863 г. конгресс объявил > головно наказуемым преступлением предложение ссуд в золоте или серебре по курсу выше номинала; закон оказался неэффективным. В апреле 1864 г. секретарь Чейз попытался установить цену продажи золота на уровне 165; единственным результатом стали резкое падение цен на рынке и ряд банкротств. Эта мера была отменена, когда Министерство финансов оказалось не в состоянии обеспечить достаточное предложение золота. Конгресс принял 21 июня 1864 г. Закон о золоте, который запретил спекуляцию золотом; цена золота возросла с 210 до 250, и закон был отменен через две недели. Даже ..спешное окончание войны не смогло устранить эту курьезную спекулятивную активность.

Биржа пострадала от двух серьезных недостатков в период гражданской войны: (1) ее неудачи в обеспечении устойчивого рынка и (2) отсутствия эффективной административной организации.

«Черная пятница»

Наиболее интересный эпизод всей эры спекуляции золотом произошел в конце 1869 г., через четыре года после окончания гражданской войны¹⁹. Джей Гоулд, получивший прозвище «самого шеголеватого человека на Уолл-стрит» и являвшийся не менее известной личностью, чем командор Вандербильт, попытался организовать «корнер» на всем рынке золота. Страна еще не вернулась к твердой денежной основе; государство не продавало золото. Гоулд, имевший тесные связи с ведущими политическими фигурами в Вашингтоне, включая зятя президента Гранта, был уверен в том, что правительство не будет продавать золото. Со своим компаньоном Джимом Фиском он начал скупать все золото, предлагаемое для продажи в «Gold Room»; тогда оно котировалось по 130. Гоулд покупал не только за свой счет, но и за счет зятя Гранта и личного секретаря президента, хотя последний отказался от сделки. Уверенный в том, что его схема гарантирована с политической стороны, Гоулд накопил через несколько фирм контракты на поставку золота на общую сумму 50 млн дол. Поскольку на рынке было золота лишь на 20 млн дол., было продано больше золота, чем могло быть поставлено по фьючерсным контрактам. Весьма обеспокоенный, зять Гранта ушел из сделки, и это покончило с политическими связями Гоулда с правительством. В течение короткого времени спекулянт накопил золотых контрактов на сумму 100 млн дол. От них следовало избавиться до того, как правительство стало бы продавать драгоценный металл. Для этого он приказал своим компаньонам Джиму Фиску и Альберту Спейеру, главному брокеру Фиска, покупать золото. В четверг 23 сентября 1869 г. ему удалось продать все свои 100 млн дол. золотом при наивысших ценах на рынке благодаря поддержке Фиска.

Пятница 24 сентября навсегда останется известной как «черная пятница». Фиск продолжал свои покупки, а цена золота возрастала до 145, 150, 155, 160, 161, 162. Затем из Вашингтона пришла невероятная новость: правительство стало продавать золото. Неописуемый хаос воцарился на рынке, поскольку взбешенные брокеры с дикими криками пытались продать золото. Фиск и Спейер тщетно предлагали 160, 170 и 180 за золото; никто не обращал на них внимания, а золото упало до 140; когда гонг объявил о закрытии рынка, его цена стояла на уровне 135. Гоулду не удалось осуществить «корнер» на рынке.

Результатом «черной пятницы» стали тысячи банкротств. Прибыль Гоулда была огромной, однако Фиск и его два брокера, Белден и Спейер, оказались в безнадежном положении. В то время когда политическая коррупция была банальностью, а правосудие — пародией, Гоулд придумал простой план. Фиск, который не заключал никаких соглашений на бумаге, отказался от всех своих сделок. Белден и Спейер взяли всю ответственность по закону на себя и

¹⁹ Clews, *op. cit.*, p. 181.

объявили себя банкротами. В качестве вознаграждения Гоулд обеспечил двух брокеров пожизненными пенсиями. Несмотря на бесконечные судебные дела, кредиторы не могли и не смогли добраться до Гоулда. Таким образом закончилась одна из самых причудливых спекуляций в истории Америки.

Великие биржевые дельцы

В 1860—1900 гг. произошли некоторые из величайших спекуляций в истории фондового рынка. Дэниэл Дрю, командор Вандербилт, Джим Фиск, Джей Гоулд, Сэм Хэллет, У.Р.Трейверс, Леонард У.Джером и его старший брат Эддисон, Энтони Морс, Джей Кук, Джеймс Р.Кин, Рассел Сейдж — и это лишь некоторые — были настоящими гигантами своего времени. Каждый из них сделал огромные состояния на ценных бумагах; многие из них умерли банкротами. Не давая и четверти доллара своим оппонентам и ничего не требуя, они искали фортуны на рынке, используя любое оружие. Единственный закон, который они знали, — это закон джунглей; их этика — очень непривлекательная с позиций сегодняшнего дня — была этикой того времени. Они играли в эту жестокую деловую игру по тем правилам, какие были в ту калейдоскопическую, но ушедшую в историю эпоху. Недостаток места не позволяет адекватно описать многие из их операций; о некоторых из них кратко говорится в главе 16.

Биржа расширяется

С окончанием гражданской войны на NYSE начался период быстрого расширения. Запад осваивался быстрыми темпами; железные дороги распространялись «подобно кори в пансионе для девочек», как писал Дэниэл Дрю; обрабатывающая промышленность устанавливала все новые рекорды массового производства; и рынок ценных бумаг быстро увеличивался. Широкое строительство железных дорог играло особенно важную роль для биржи, поскольку железнодорожные корпорации были главными эмитентами ценных бумаг на рынке. К 1873 г. было закончено строительство железных дорог протяженностью около 70 тыс. миль; находившиеся в обращении акции и облигации этих компаний в сумме составляли 3780 млн дол.

С увеличением объема торговли на бирже система «выкрикивания» была отменена; это произошло примерно в 1867 г. К 1871 г. рынок уже определенно действовал на основе устойчивой торговли, и современный метод ведения публичных продаж действовал в полную силу.

Новые изобретения значительно повысили эффективность механизма функционирования биржи. В 1867 г. электрический биржевой телеграф (тикер) ускорил передачу котировок и увеличил общедоступность информации о торговле. В 1878 г. был установлен телефон, который связал операционный зал с брокерскими конторами. Расширение телеграфной системы связало Нью-Йорк с брокерскими конторами в других городах. Было объявлено об продаже мест на фондовой бирже; в то время они стоили 7000—8000 дол.

В 1869 г. в организации биржи произошли далеко идущие изменения; 533 члена биржи объединились с 354 членами Открытого совета брокеров и

173 членами Отдела государственных облигаций. Таким образом на бирже стало 1060 членов. Это число было ограничено; членство или «место» стало пригодной для продажи индивидуальной собственностью, и с этого времени членство можно было получить только путем покупки кандидатом места у члена, оставляющего его.

В то же время биржа изменила свою форму управления. До этого политика в области управления подчинялась голосованию членов. В связи с тем что это стало выгодным на практике, был принят новый устав. Биржа должна была управляться Комитетом управляющих, наделенным исполнительной, законодательной и юридической властью. Была разработана сложная система управления, которая продолжала функционировать вплоть до реорганизации 1938 г. Комитет управляющих, в который входили 28 членов, был подразделен на семь постоянных комитетов, которые отвечали за такие вопросы, как допуск, список акций, комиссионные, арбитраж и финансы. Президент продолжал работать, не получая заработной платы, и являлся действующим брокером.

В 1879 г. число членов было увеличено на 40 и составило 1100. Поступления от продажи новых мест использовались биржей для расширения своих земельных участков и зданий на Брод-стрит и Уолл-стрит. Количество членов оставалось неизменным до 1929 г.

В 1869 г. биржа ввела ряд весьма существенных правил. Среди них были определенные правила регистрации. От зарегистрированных компаний требовалось наличие как трансфертных агентов, так и регистраторов в качестве гарантии предотвращения чрезмерной эмиссии акций; это была широко распространенная практика в беспечные времена Дрю и Шайлера.

Торговля в 1870 г.

Характер торговли в период после окончания гражданской войны хорошо описан Медбери²⁰. Он сообщает, что в 1870 г. торговля на бирже была разделена на два списка: регулярный список из 278 эмиссий ценных бумаг, в который входили акции и облигации железнодорожных компаний, городские ценные бумаги, облигации штатов и прочие эмиссии, и свободный список, который включал любые эмиссии, которыми брокеры желали торговать. Торговля государственными облигациями происходила в отдельной комнате; все другие ценные бумаги продавались в «регулярной» комнате. Дисциплина поддерживалась за счет штрафов, например 5 дол. за курение сигары, 10 дол. за вставание на стул, 50 центов за сбивание шляпы с головы и 10 дол. за бросание мусора на пол. По-прежнему использовался метод выкрикивания, при этом первым назывался регулярный список. Правила разрешали поставки наличными, сделки с пополнением на следующий день, с опционом покупателя и опционом продавца; первые два вида использовались наиболее часто. Нельзя было осуществить какую-либо продажу с объемом менее 5 акций; 10 акций было действующей единицей. Акции котировались с аналогичными современным дробными пунктами.

²⁰ Medbery, *op. cit.*, Chaps. 2—5.

Почти вся торговля велась с целью спекуляции; лишь немногие покупали акции для инвестирования. Банковский кредит имелся в изобилии; брокер мог депонировать 5000 дол. и иметь чеки до 200 тыс. дол. Брокеры торговали акциями «на марже» для покупателей по процентным ставкам 6 или 7%, это позволяло депонировать процент по марже. Маржа была очень низкая; ответственный в финансовом отношении, хороший клиент, для которого должным образом открыли счет, мог купить акций на 1000 дол. с маржей 50 центов. По ходовым спекулятивным акциям банки могли предоставить ссуду в объеме до 80–90% продажной стоимости.

Период с 1870 г. до первой мировой войны

Расширение биржи после окончания гражданской войны, которое было особенно велико в области торговли ценными бумагами железных дорог, резко затормозилось в 1873 г., когда паника охватила всю страну. Через несколько лет вновь стало наблюдаться расширение. В 1875–1879 гг. ежегодно на Нью-Йоркской фондовой бирже совершалась купля-продажа в среднем 51 млн акций; в следующие пять лет активность удвоилась до 104 млн акций в год²¹.

В 1873 г. биржа была вынуждена закрыться во второй раз в своей истории; впервые это случилось в 1835 г., когда пожар заставил ее прекратить операции на неделю, пока не было найдено новое помещение. На этот раз причиной стало банкротство «Jay Cooke and Company», учредителя железнодорожной компании «Northern Pacific». Паника охватила Уолл-стрит, и биржа была закрыта в течение 12 дней. Обанкротились 57 членов биржи и несколько важных банков. Биржевое дело переживало застой в течение нескольких лет.

В деятельности NYSE за этот период произошло несколько заметных изменений. В 1885 г. биржа создала отдел некотируемых ценных бумаг. Этот новый отдел был создан с целью разрешить больший объем торговли для постоянно увеличивавшегося числа эмиссий промышленных компаний; это продолжалось до 1910 г. Несмотря на то что акции железнодорожных компаний по-прежнему находились в центре активности, рост гигантских трестов и других монополистических объединений пробуждал публичный интерес к этим новым отраслям. Антитрестовский закон Шермана 1890 г. был принят с целью ограничения изобилия монополий; он почти не смог сдержать рост гигантских объединений. После ряда попыток, которые закончились неудачей, в 1892 г. биржа смогла организовать расчетную палату.

По мере того как столетие подходило к концу, старых спекулянтов в основном уже не существовало и новые группы финансовых лидеров стали властвовать на Уолл-стрит. Эти люди были крупными железнодорожными магнатами, банкирами и промышленниками. Они были скорее созидателями, чем разрушителями, даже несмотря на то, что их методы зачастую были такими же безжалостными, как и у прежних спекулянтов. Среди них был Дж. Пирпонт Морган, имевший огромный престиж в банковских, железнодорожных и промышленных монополистических объединениях; его фирма стала самой мощной на Уолл-стрит. Джэкоб Х. Шифф из *Kuhn, Loeb and Company»

²¹ Н.Р.Уиллис и Дж.И.Боген, *Investment Banking* (rev. ed.; New York: Harper & Row, 1936), p. 228.

был инвестиционным банкиром, также имевшим огромное влияние. Хилл и Гарриман выделялись в области железных дорог. Рокфеллер и его компаньоны Роджерс, Пратт и Флэглер обладали контрольным пакетом в «Standard Oil Trust». Эндрю Карнеги и Чарльз Шваб были лидерами в черной металлургии. Большинство этих людей, например Рокфеллер и Карнеги, никогда не были на фондовом рынке; другие, в частности Гарриман, действовали на нем постоянно. В этот период крупнейшие инвестиционные банки все в большей степени доминировали на рынках ценных бумаг.

С ростом значения крупнейших промышленных монополистических объединений развивалась их спекулятивная активность. Эта первая волна спекуляции закончилась паникой 1893 г. Экономическая депрессия в том году стала одной из самых тяжелых в истории страны. Железнодорожные, а также промышленные компании постиг тяжелый удар. Четвертая часть железных дорог страны оказалась в судах по делам несостоятельных должников. В их число попали такие гиганты, как «Union Pacific», «Santa Fe», «Northern Pacific» и «Reading». Экономические бедствия страны были огромными. Это были действительно «трудные времена»; слово «депрессия» еще не вошло в популярный жаргон. Фондовый рынок был также в тяжелом состоянии.

Вторая спекулятивная волна в промышленных монополистических объединениях прокатилась в 1897—1903 гг. В этот период Дж.П.Морган, находившийся тогда в зените своего могущества, организовал «U.S. Steel Corporation», первую корпорацию, стоившую миллиард долларов. Ее акции, несмотря на то что в то время они были полностью «разводненными», сразу стали ведущим лидером на фондовом рынке. Эту позицию они сохраняли в течение нескольких десятилетий. Однако многие другие монополистические объединения разочаровали, и спекулятивный интерес после 1903 г. нашел для себя новые объекты приложения.

На рубеже двух столетий произошло заметное расширение объема торговли на NYSE. Годовой объем торговли, составлявший в 1896 г. лишь 57 млн акций, вырос до 265 млн в 1901 г. Торговля облигациями увеличилась с 394 млн дол. почти до 1 млрд дол. за тот же самый период. Были получены разрешения на крупные суммы нового капитала. В 1899 г. только промышленные корпорации эмитировали новые ценные бумаги на сумму 2244 млн дол. Новые эмиссии железнодорожных компаний составили 107 млн дол. в том же году и увеличились до 527 млн дол. через три года²². Генри Ключ подсчитал, что общая капитализация новых монополистических объединений за период с 1897 до 1902 г. составила 6 млрд дол.²³

После того как США в 1900 г. недвусмысленно решили перейти к золотому стандарту, в стране началась инфляция, вызванная чрезмерным расширением денежного обращения. К 1907 г. цены повысились на 16% по сравнению с 1893 г. В течение десяти лет происходил постоянный рост производства, прибылей корпораций и дивидендов, и рынок увеличивался. Однако в конце 1906 г. начали появляться признаки спада; новые ценные бумаги не пользовались спросом, и котировки на рынке снизились, поскольку крупные дель-

²² *Ibid.*, p. 233.

²³ Clews, *op. cit.*, p. 772.

цы распродали ценные бумаги на 800 млн дол. В марте 1907 г. паника разразилась на Уолл-стрит как на бирже, так и в банковской сфере. Котировки всех ведущих эмиссий акций резко упали. Многие ведущие трастовые компании оказались под подозрением; «Knickerbocker Trust Сотрапу» закрыла свои двери, и массовые изъятия вкладов из банка стали обычным явлением. Банки по всей стране частично приостановили платежи полноценными деньгами. Стоимость ссуд до востребования поднялась до 125%. «Паника богачей» была короткой, но жестокой.

Биржа оказалась «под обстрелом» во время двух расследований перед первой мировой войной. Первым было расследование комитета Хьюза в 1909 г. Несмотря на жесткую критику отдельных спекулятивных действий, комитет не требовал применения законодательных мер, однако рекомендовал, чтобы биржа сама приняла более энергичную программу саморегулирования. Расследование Паджо в 1912 г., несмотря на цель по изучению фондового рынка, ограничилось главным образом исследованием так называемых денежных трестов.

Было зарегистрировано всего лишь 145 эмиссий акций и 162 эмиссии облигаций на NYSE в 1869 г., когда она консолидировалась. К 1914 г. их число соответственно возросло до 511 и 1082. Однако рынок был по-прежнему профессиональным к тому времени, когда в Европе разразилась война, несмотря на то, что многие посторонние лица посещали биржу в периоды высокой деловой активности. В 1914 г. «New York Times» публиковала только две страницы финансовых новостей и уделяла одну колонку для котировок акций. «New York Herald Tribune» насчитывала всего лишь трех сотрудников в своем финансовом отделе. Примерно 150 млн акций было тогда зарегистрировано на бирже по сравнению с более чем 6,5 млрд акций в настоящее время. Типичный владелец акций изображался газетным карикатуристом в виде низкорослого и толстого банкира в цилиндре и полосатых штанах.

Корпорации не могли похвастаться большими списками акционеров перед первой мировой войной. Значительная часть акций крупнейших промышленных компаний регистрировалась на имя брокера или другого доверенного лица с целью спекуляции. В 1901 г. «American Telephone and Telegraph» имела 8 тыс. акционеров, а «U.S. Steel» — 14 тыс. «DuPont» еще в 1922 г. имел только 2800 акционеров. Огромная империя «Standard Oil» принадлежала очень ограниченному кругу людей; «Standard Oil Сотрапу (New Jersey)» сообщала лишь о 8300 акционерах в 1920 г. Широкая публика еще не была «на рынке».

В 1910 г. из 24 компаний, многие из которых не располагали капиталом, была образована корпорация, которую лишь недавно обошла AT&T в качестве самой прибыльной компании и которую вряд ли она обошла в качестве лидера фондового рынка. Эта была «General Motors», которую основал У.С. Дюран — один из самых крупных со времен командора Вандербильта рыночных дельцов, игравших на повышение. Он уступил контроль над компанией Нью-Йоркским банкирам в 1911 г., отеснив их от власти в 1916 г. В то время компания насчитывала только 473 акционера. К 1919 г. Дюран сколотил большое состояние. В следующем году цены на рынке снизились, и цена на акции GM упала до 12; Дюран обанкротился. В 20-х годах он попытался вернуть свои позиции, но его новая автомобильная компания не доби-

лась успеха. Вернувшись вновь на фондовый рынок, он сколотил еще одно крупное состояние к 1929 г.; вновь перемены на рынке разрушили его состояние, и он умер в относительной бедности. Однако «General Motors» — его детище — отлично управлялась в промышленном и финансовом отношении и добилась беспрецедентного роста и благосостояния. Свыше 40 лет она была фаворитом на рынке.

Первая мировая война

Начало первой мировой войны совпало с глубоким кризисом. Летом 1914 г. зловещие тучи войны нависли над Европой. Продажа ценных бумаг деловыми кругами Европы быстро расширялась, поскольку предпринимались попытки конвертировать ценности в золото в ожидании последующего переустройства в своих странах. Цены на акции упали примерно на 20 пунктов 31 июля, когда закрылась Лондонская фондовая биржа. Была организована спешная встреча ведущих банкиров и руководителей NYSE. Когда были представлены убедительные свидетельства новой лавины приказов о продаже из Европы, было принято решение закрыть биржу на неопределенный срок. Она закрылась на следующее утро и была закрыта до 12 декабря 1914 г.; это было первое подобное закрытие после краха «Jay Cooke and Company» в 1873 г. Ограниченная торговля была возобновлена, но не была удовлетворительной в течение многих месяцев. Между тем военные заказы поступали из Европы, начавшееся процветание стало стимулировать промышленность. Спекуляция в некоторых отраслях, получивших название «военные невесты», стала резко выраженной; рынок вновь стал функционировать нормально.

Одним важным последствием войны стало большое публичное участие в покупке государственных облигаций. Впервые в истории страны простой народ стал разбираться в ценных бумагах. Правительство, используя любые ресурсы в своем распоряжении, стало стимулировать распространение «облигаций Свободы». Стимулировалась склонность к владению ценными бумагами; она развивалась с исключительной скоростью в следующем десятилетии. Перед войной количество владельцев ценных бумаг в стране оценивалось только в 200 тыс.; после войны их было уже 20 млн человек, включая тех, кто держал государственные облигации²⁴.

«Новая эра»

Легендарные 20-е годы были названы «Новой эрой» теми, кто имел больше воображения, чем предвидения. В 1920—1921 гг. страна пережила кратковременную, но жестокую дефляцию. Были крупные убытки в результате спекуляций ценными бумагами, товарами и земельными участками. Однако через несколько лет вновь наступило процветание благодаря промышленному буму. Люди надеялись, что мир во все мире наступил «навсегда»; работа на фабриках кипела; цены были стабильными; банковская система — надежной; положение на рынке становилось все лучше. Создалось всеобщее мнe-

ние, что депрессии отошли в прошлое и страна получила постоянную основу непрерывного и стабильного процветания.

Необычное стечение благоприятных обстоятельств проложило дорогу рыночному буму в конце 20-х годов. США вышли из войны сильнейшей и самой здоровой страной в мире с несравнимой с другими странами системой производства. США стали крупнейшим кредитором и начали вывозить миллионы за границу; эти огромные кредиты, которые за десятилетие составили 15 млрд дол., служили серьезной поддержкой внешней торговли страны. Правительство благоприятствовало крупному бизнесу, и монополистические объединения возникали везде — в банковском деле, коммунальном хозяйстве, производстве автомобилей, продовольствия, кинофильмов, а несколько позднее в нефтедобыче, производстве электрического оборудования и т.п. Многообещающие новые отрасли, например радиовещание и авиация, стимулировали инвестиции. Другие отрасли, например производство кинофильмов, химическая промышленность, производство автомобилей и электрического оборудования, переживали прогресс. Инвестиционные банки совершенствовали искусство распространения ценных бумаг. Широкую популярность приобрели обыкновенные акции, причем не только хорошо известных компаний на NYSE, но и новых корпораций. Понятия «холдинговая компания» и «инвестиционный фонд» стали магическими. С целью продления бума федеральные резервные банки в 1927 г. начали проводить политику «дешевых денег».

Обыкновенные акции стали объектом как инвестирования, так и спекуляций. Количество новых эмиссий акций, поступивших на рынок капиталов, возросло с 1822 в 1921 г. до 6417 в 1929 г. В 1929 г. 62% всех новых эмиссий ценных бумаг приходилось на акции по сравнению всего с 15% в 1921 г. В 1929 г. рынок капиталов поглотил новые эмиссии акций на общую сумму 5924 млн дол. по сравнению с всего лишь 1087 млн дол. тремя годами ранее. Цены на акции росли в той же необычной пропорции. Рыночная стоимость всех зарегистрированных акций на бирже увеличилась с 27,1 млрд дол. в начале 1925 г. до 89,7 млрд дол. в сентябре 1929 г. Средний курс 50 акций «New York Times», который достигал самого низкого уровня 66,24 в 1921 г., на конец 1925 г. составил 180,57; после краткосрочного понижения в 1927 г. он добрался 19 сентября 1929 г. до рекордной высоты 469,49, т.е. стал в семь раз выше по сравнению с самым низким уровнем 1921 г.

С быстрым ростом объема биржевой торговли на рынке появлялось все большее количество людей. Никогда еще брокеры не имели так много клиентов; никогда еще операционный зал биржи не видел такой активности. Ежегодный объем торговли возрастал со 171 млн акций в 1921 г. до 450 млн в 1925 и 1926 гг., 920 млн в 1928 г. и 1,1 млрд акций в 1929 г. Брокерские ссуды достигли объема 8549 млн дол. Миллион американцев, вероятно, купил 300 млн акций на марже.

Затем наступил шторм. В среду 23 октября 1929 г. рынок зашатался. При объеме 6 млн акций средний курс 50 акций промышленных компаний «New York Times» снизился на 31 пункт. На следующий день цены на рынке упали вновь, в то время как тикер через несколько часов сообщил о новом рекордном объеме, который составил 12 895 тыс. акций. 28 октября средний курс

отдельных акций упал еще на 49 пунктов, а 29 октября, когда 16 410 тыс. акций сменили владельца, он снизился еще на 43 пункта. Этот показатель объема не будет превышен до 1968 г. «Новая эра» закончилась.

С 1929 г. до середины 1932 г. стоимость ценных бумаг таяла по мере того, как страна погружалась в свою самую длинную и глубокую депрессию. Потребительский спрос, промышленное производство и котировки ценных бумаг очень сильно снизились. Средний курс акций промышленных компаний Dow Jones упал на 89% — с 386 до 41. Уровень 386 был достигнут вновь лишь в 1954 г. Стоимость зарегистрированных акций на бирже упала с 89,7 млрд дол. до 15,6 млрд дол. Курс акций «U.S. Steel» упал с 262 до 21; AT&T — с 310 до 70; «New York Central» - с 256 до 9; GM - с 92 до 7; RCA - с 115 до 3. Очень редко в бурной истории Уолл-стрит на ней царила такая беспросветная тьма. Однако серьезные беды были еще впереди.

Расследование Сената 1933—1934 гг.

Наиболее исчерпывающее расследование, которое когда-либо проводилось федеральным правительством по рынку ценных бумаг и бирже, было проведено Комитетом по банковскому делу и валютным вопросам Сената в 1933 г. и начале 1934 г. Подобно многим расследованиям того времени оно ставило перед собой две цели: (1) раскрыть действительные или мнимые недостатки и нарушения в экономической системе США и (2) создать сильную политическую поддержку путем широкой гласности будущему законодательству, которое должно было последовать за расследованием.

Расследование Пекоры, как его часто называли из-за того, что Фердинанд Пекора выступал в качестве главного ревизора комитета, продолжалось 17 месяцев. На нем были допрошены многие самые влиятельные фигуры Уолл-стрит; президенты банков, должностные лица биржи, основные брокеры, инвестиционные банкиры и руководители коммунальных предприятий. Когда расследование было завершено, показания заняли 12 тыс. страниц, которые составили 20 томов. Многие нарушения, неэтичная практика и частые случаи обычного мошенничества были вскрыты во время следствия, которому пресса уделяла большое внимание.

Четыре федеральных закона стали результатом расследования: Закон о банках 1933 г., Закон о ценных бумагах 1933 г., Закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. и Закон о холдинговых компаниях в коммунальном хозяйстве 1935 г. Закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. впервые подчинил все фондовые биржи широкому государственному контролю. Полномочия по проведению закона в жизнь были временно предоставлены Федеральной торговой комиссии. Вскоре после этого для проведения закона в жизнь было создано новое влиятельное федеральное агентство — Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC). Ее деятельность подробно рассматривается в главе 17.

Биржа в процессе реорганизации

Несмотря на то что Закон о ценных бумагах и биржах и Комиссия по ценным бумагам и биржам заставили Нью-Йоркскую фондовую биржу совершить ряд изменений в правилах, в течение некоторого времени не было значительных перемен в ее организации. Только в 1935 г. председатель SEC предложил администрации биржи провести реорганизацию. Обсуждение этого предложения выявило различную реакцию членов биржи. Многие посреднические фирмы сочли, что надо провести некоторые изменения; члены биржи, которые работали в операционном зале и которым принадлежало большинство мест, выступили против любого подобного плана. Патовая ситуация в отношениях между SEC и NYSE просуществовала до 1937 г., когда новый председатель комиссии Уильям О. Дуглас определил, что глубокая реорганизация биржи стоит на повестке дня вне зависимости от того, будет ли она одобрена большинством членов биржи или нет. В своем заявлении, датированном 23 ноября 1937 г., Дуглас, в частности, констатировал:

«Действуя в качестве ассоциаций с частным членством, биржи всегда управляли своими делами в основном почти в той же манере, как в частных клубах. Для бизнеса, тесно связанного с публичными интересами, этот традиционный метод стал архаичным. Задача управления большими биржами (в особенности Нью-Йоркской фондовой биржей) стала поглощать много времени у тех, кто должен также заниматься своим собственным бизнесом... Управление ими не должно находиться в руках профессиональных биржевых торговцев, а в действительности, как и номинально²⁵, должно быть у тех, кто несет более определенную публичную ответственность» .

Смысл заявления был ясен. Биржа должна провести реорганизацию; должны быть оплачиваемые руководители, управляющие биржей; должны быть представители общественности в делах биржи; клубный метод управления был архаичным и недемократичным. С этим согласились многие члены биржи; другие, на которых пресса наклеила ярлык «Старая гвардия», были решительно против.

С определенной неохотой Комитет управляющих предоставил президенту биржи полномочия назначить так называемый Комитет Конвэя, который состоял из пяти членов биржи и четырех видных представителей — не членов биржи и возглавлялся широко известным фабрикантом. В действительности отчет в основном написал укреплявший свое влияние молодой член биржи Уильям Макчесни Мартин-младший, который активно высказывался за план реорганизации; он был секретарем комитета, и ему было предназначено стать первым президентом реорганизованной биржи. Комитет был назначен 10 декабря 1937 г. и представил свой отчет 27 января следующего года. С целью глубокой реорганизации были представлены определенные рекомендации; среди них были (1) президент, получающий заработную плату за постоянную работу; (2) совершенно новый Совет управляющих с представительством брокеров, не являвшихся членами биржи, и членов, не проживавших в г. Нью-Йорке; (3) общественное представительство в Совете и (4) решительный пересмотр системы комитетов.

New York Times, November 24, 1937.

Отчет комитета, который воплотил большинство идей председателя Дугласа о реорганизации, получил высокую оценку в качестве значительного шага в правильном направлении. Подавляющее большинство членов биржи благоприятно отнеслись к рекомендациям отчета, однако некоторые из членов «Старой гвардии» советовали повременить. Затем произошел примечательный случай. В 10 часов 05 минут 8 марта 1938 г. на бирже прозвучал гонг и президент объявил: «"Richard Whitney and Сотрапу" подозревается... в поведении, которое несовместимо со справедливыми и беспристрастными принципами торговли». Лидер «Старой гвардии» оказался не только банкротом, но и был обвинен в бесчестии; его растраты были велики, и их нельзя было ни скрыть, ни оправдать. Битва за реорганизацию была выиграна. 17 марта Комитет управляющих исключил Ричарда Уитни, бывшего президента биржи; в тот же самый день подавляющим большинством голосов он утвердил новый план реорганизации. Скандал с Уитни был горькой дозой лекарства. Однако из битвы за реорганизацию биржа вышла организацией с большей публичной ответственностью, чем когда-либо раньше, и с правилами, которые сделали невозможным еще один «скандал с Уитни». Новый Совет управляющих приступил к исполнению обязанностей в мае 1938 г. Первый президент У.М. Мартин-младший вступил в должность вскоре после этого.

Развитие в 1939—1970 гг.

Многие главы этой книги дают исчерпывающие сведения об изменениях в функционировании NYSE в период после 1939 г. и событиях, которые оказали воздействие на ее деятельность. Здесь они будут приведены только вкратце.

Несмотря на события, потрясавшие мир в этот период, биржа действовала в атмосфере, которую можно было вполне сопоставить со многими бурными эпизодами, которые придали ей колорит на ранних стадиях ее деятельности.

Вторая мировая война началась в конце лета 1939 г. Войска Гитлера вторглись с Польшу 1 сентября. Средний курс 50 акций «New York Times» поднялся на 1 пункт. В воскресенье 3 сентября Англия и Франция объявили войну Германии. Понедельник был выходным днем. Во вторник курс на рынке поднялся на 6 пунктов. Он продолжал расти и к концу месяца увеличился еще на 7 пунктов. Курсы акций промышленных компаний особенно повышались в течение сентября и поднялись на 25 пунктов, поскольку биржевые дельцы мечтали о лакомых военных прибылях. Однако период пессимизма и сомнений охватил рынок в мае 1940 г., когда союзники потерпели тяжелые поражения. К апрелю 1942 г. курсы акций промышленных компаний снизились на одну треть по сравнению с наивысшим уровнем в начале войны. Затем началось повышение цен на рынке; оно не прекращалось вплоть до августа 1946 г., когда опасение иллюзорной депрессии, которая так и не наступила, охватило финансовый мир.

Курсы акций находились в состоянии депрессии с конца 1946 до 1949 г., а затем начался их самый продолжительный подъем, зафиксированный на рынке. Хотя шок от войны в Корее привел к немедленному и резкому падению цен, это снижение продолжалось два месяца. Затем четко обозначилось оживле-

ние, и вновь началось повышение курсов акций на рынке. Незначительное падение было лишь в начале 1953 г. в связи с началом небольшого спада. Тенденция вновь изменилась в конце 1953 г. Повышение среднего курса 50 акций «New York Times» с сентября 1953 г. по декабрь 1955 г. составило 292 пункта, или 107%, — одно из самых значительных повышений курсов акций, зафиксированных на рынке. Единственное замешательство в этом подъеме произошло в сентябре 1955 г., когда с президентом США случился сердечный приступ. Это привело к самому крупному после 1929 г. падению курсов акций в пунктах и наибольшим убыткам за всю историю. На следующий день рынок резко оживился, и курсы акций достигли рекордного уровня еще до конца года. Эти уровни сохранялись до середины 1957 г., когда произошел второй перерыв на рынке. За период с июля по декабрь того года средний курс 50 акций «New York Times» упал примерно на 140 пунктов, или 20%, по сравнению с наивысшим уровнем. В 1958 и 1959 гг. курсы акций на рынке вновь быстро росли; средний курс 50 акций «New York Times» вырос на 200 пунктов; падение в 1960 г. сменилось ростом в 1961 г.

В 1939—1962 гг. в адрес биржи и ее действий было высказано минимальное количество критических замечаний по сравнению с предыдущими годами. Правила SEC и NYSE в отношении спекуляций и неправильных действий эффективно защищали биржу от жесткой критики, которая была обычной с 1929 по 1933 г. Лишь отдельные случаи неправильных действий появлялись в прессе.

За это время было два крупных расследования в сфере фондового рынка: так называемое «дружеское» расследование в начале 1955 г. и широкое исследование, которое началось в 1961 г. Первое проводилось Комитетом Сената по банковскому делу и валютным вопросам и получило название *расследование Фулбрайтга*, поскольку комитет возглавлялся сенатором Фулбрайтом. Это расследование было вызвано беспокойством в Вашингтоне относительно постоянного роста цен на акции и опасением угрозы «повторения 1929 г.».

Расследование началось с рассылки вопросников примерно 5500 брокерам, дилерам, консультантам по инвестициям и другим лицам, а также 113 экономистам. Исследование началось 3 марта с вызова в качестве свидетелей многих высокопоставленных лиц в области финансов и государственных чиновников. Сначала расследование занималось вопросом о том, не слишком ли высок курс акций относительно прибылей, дивидендов и будущих перспектив. Единое мнение отсутствовало. Люди, которые, как предполагалось, были хорошо информированы, высказывали наивные точки зрения, например такую, что балансовая стоимость является ключевым фактором в определении цен на акции. Это направление расследования прекратилось через несколько дней.

Затем перешли к рассмотрению возможности того, что страна может вступить в период сверхоптимизма и чрезмерной спекуляции. В этом отношении взгляды одного из экономистов были настолько пессимистичными, что на следующий день после этого свидетельства на рынке произошло резкое падение курсов акций. Является спорным, стало или не стало это выступление причиной падения курсов акций; в то же самое время президент США объявил, что он обратился к конгрессу по вопросу о новом Законе о перегово-

рах, который мог оказать воздействие на прибыли авиакомпаний. Последующее свидетельство было весьма противоречивым в отношении положения с кредитами. Одни отнеслись к нему с озабоченностью, другие спокойно. Лишь немногие считали, что рынок или положение с кредитами находятся на опасном уровне. Не было намека на его возможное манипулирование.

В течение расследования никто, в том числе и в комитете, который рассматривал этот вопрос, не хотел вызвать какое-либо расстройство рынка. Реальная критика функционирования биржи почти не прозвучала в ходе расследования. В действительности наиболее ожесточенная борьба в ходе расследования возникла тогда, когда политические лидеры одной стороны обвинили лидеров другой стороны в том, что те пытались сорвать расследование. Расследование закончилось в конце марта. В результате не было принято никаких новых законов, и не были введены какие-либо новые правила. Обо всем этом рынок и общественность скоро забыли. В окончательном отчете комитета Сената не содержалось никаких решительных рекомендаций.

Второе расследование явилось интенсивным изучением Комиссией по ценным бумагам и биржам способов, при помощи которых различные операции осуществлялись на биржевом рынке и брокерскими фирмами. Основной целью этого расследования, которое получило название «Специального исследования», стало выделение и количественная оценка причин непостоянства цен на фондовом рынке в недавнем прошлом, в особенности в мае 1962 г.

Средний курс Dow Jones преодолел более 100 пунктов за полтора месяца, пока 29 мая он не приблизился к 604. Вину за эти резкие изменения курсов на рынке большая часть наблюдателей возложила скорее на администрацию президента Кеннеди, которая оказывала давление на «U.S. Steel» с целью ограничения повышения цен, чем на крупную спекуляцию или незаконные действия.⁴

В течение остальной части 60-х годов каких-либо крупных изменений в функционировании биржи не было, за исключением такого технического улучшения, как установка высокоскоростного тикера.

Развитие после 1970 г.

В 70-х годах произошли такие изменения в структуре и функционировании биржи, которых не было с 30-х годов. В связи с разрешением фирмам-членам публичной продажи их акций в 1970 г. через год последовало внесение в биржевой котировочный список акций организации-члена («Merrill Lynch»)²⁶.

Первое среди основных изменений 70-х годов началось с того, что Совет управляющих биржи назначил бывшего председателя Федеральной резервной системы Уильяма Макчесни Мартина-младшего провести анализ устава, правил и процедур на бирже с целью определения наилучших возможностей по обслуживанию потребностей общественности и финансовых кругов. Выводы были опубликованы в августе 1971 г. в его «Отчете с рекомендациями». Отчет содержал 14 рекомендаций, шесть из которых могли быть осуще-

Первой корпорацией — членом биржи была «Woodcock, Hess & Co.», допущенная в 1953 г.

ствлены биржей и восемь — правительством или другими организациями. Перемены предусматривали большее использование современных систем связи, развитие системы национальных бирж и внедрение консолидированной системы информации о биржевых курсах акций.

В результате исследования в 1972 г. была одобрена реорганизация NYSE. Совет управляющих, состоявший из 33 членов, был заменен Советом директоров, включавшим 10 общественных директоров, 10 директоров фирм, занимавшихся операциями с ценными бумагами, и председателя, получавшего оклад. В августе 1972 г. первый такой председатель, Джеймс Дж. Нидхэм, вступил в должность.

Возраставшее давление со стороны SEC с целью разработки централизованной рыночной системы привело в 1972 г. к внедрению системы конкурирующих котировок. Предполагалось, что котировки цен покупателей и продавцов, которыми обменивались NYSE и региональные биржи, могли бы предоставить инвесторам наиболее справедливую информацию о ценах. Основным шагом в осуществлении концепции централизованного рынка стала консолидированная система информации, которая указывала цены, объемы и котировки ценных бумаг на всех рынках, где осуществлялась купля-продажа подобных ценных бумаг. Пробный вариант консолидированной системы информации был внедрен в октябре 1974 г., а окончательный вариант этой системы стал действовать в июне 1975 г.

Разработка Национальной рыночной системы (National Market System) превратилась в реальность, когда президент Форд подписал поправки к Закону о ценных бумагах 1975 г., ставшие наиболее обширным законодательством в области рынка ценных бумаг за предшествовавшие более чем 40 лет. Основные положения касались разработки системы национального рынка ценных бумаг и расширения регулирования как со стороны бирж, так и со стороны SEC.

Проект Национальной рыночной системы был представлен фирмам, занимавшимся операциями с ценными бумагами, однако конгресс потребовал создания конкурентной среды, которая могла бы привести к максимальной эффективности и ликвидности. Для достижения этой цели Нью-Йоркская фондовая биржа в 1977 г. разработала межрыночную торговую систему. Это явилось крупнейшим вкладом в разработку Национальной рыночной системы.

Межрыночная торговая система (Intermarket Trading System — ITS) представляет собой систему электронной связи, предназначенную соединить все конкурирующие рынки. Она позволяет брокерам из одного рыночного центра подключиться посредством электронной связи к другому рыночному центру с целью получения лучшей цены для своих клиентов. 17 апреля 1978 г. ITS начала пробные операции на Нью-Йоркской и Филладельфийской фондовых биржах. Вскоре она была расширена и включила Американскую, Бостонскую, Тихоокеанскую фондовые биржи и биржу Цинциннати и Среднего Запада, связав все семь главных бирж в общенациональную сеть торговли и связи, предназначенную помочь брокерам выполнить приказы там, где полная система котировок показывала наилучшую цену. В 1982 г. эта система была еще более расширена и включила небольшую группу зарегистрированных акций во внебиржевой торговле.

Изменения в размере комиссионных сборов, взимаемых биржей, происходили время от времени по мере роста объема торговли и повышения издержек. Несмотря на то что изменения происходили в 1953, 1958 и 1972 гг., концепция комиссионных сборов была полностью изменена 30 апреля 1975 г., когда SEC потребовала проведения перемен с целью отмены практики взимания фиксированных или минимальных комиссионных. Конкуренция в области комиссионных положила конец фиксированным комиссионным, история которых насчитывала 183 года. Последовавшая за этим первая серьезная ценовая конкуренция привела к появлению учетных домов, что в свою очередь стимулировало фирмы, которые издавна пользовались телеграфными линиями, распространить свою деятельность на другие области товаров финансового рынка, например страхования, недвижимости и средств уменьшения налогов. Все более орожающие издержки, связанные с конкуренцией, ускорили процесс слияния многих фирм и поглощения других финансовыми конгломератами.

Век автоматизации оказал такое же воздействие на NYSE, как и на другие виды бизнеса. В 1952 г. биржа стала использовать сеть арендованных телеграфных линий для работы своих тикеров. Позднее, в том же самом году, была установлена система самописцев в отделе котировок для ускорения информации о котировках ходовых акций. В следующих годах возросший объем потребовал более решительных перемен. В 1973 г. стала использоваться вторая система рыночной информации. Ее предназначение состояло в сборе и распространении в мировом масштабе информации о торговле и ее объеме в операционном зале биржи. Она была сердцевинной мировой сети связи биржи.

В марте 1976 г. начала действовать Целевая система оборота приказов (Designated Order Turnaround — DOT). Ее первоначальное предназначение состояло в передаче по электронным средствам связи приказов брокерам о покупке до 100 акций из контор фирм-членов в места торговли акциями. В 80-х годах эта система увеличилась до такого размера, что могла осуществлять передачу в среднем более 35 тыс. приказов в день, или примерно 50% всех сделок, заключаемых на бирже.

Доступность все более усложняющегося электронного оборудования^ агрессивная конкуренция со стороны внебиржевых рынков, выход Нью-Йоркской фондовой биржи в такие новые области, как опционы и фьючерсы, а также увеличившееся число периодов большого объема торговли — все это в совокупности приводило к быстрому устареванию нововведений. Целевая система оборота приказов эволюционировала в Целевую суперсистему оборота приказов 250 — (SuperDOT), предназначенную передавать приказы брокерам о покупке до 5099 акций, приказов брокеров, ограниченных условиями, до 30 099 акций и даже сохранять приказы о покупке или продаже акций при открытии биржи до их выполнения или отмены. Служба автоматического учета приказов о покупке или продаже акций при открытии биржи (Opening Order Automated Report Service — OARS) была интегрирована с SuperDOT с целью сбора и сохранения приказов о покупке или продаже акций при открытии биржи, направляемых каждый день в операционный зал, чтобы позволить специалистам обнаружить диспропорции между поручениями на продажу и покупку и тем самым помочь в определении цен при открытии биржи на данный день. С учетом того обстоятельства, что приказы о покупке или про-

даже акций при открытии биржи могут составлять до 20% дневного объема торговли, OARS значительно помогла специалистам в их работе.

В определенной степени напряжение, вызванное возросшим объемом торговли, возникло в 1952 г., когда NYSE стала закрываться по субботам. Это вынужденное изменение, которое было осуществлено вопреки ожиданиям значительного увеличения объема торговли, произошло главным образом в результате перехода на пятидневную рабочую неделю других финансовых учреждений в Нью-Йорке и иных местах. Сокращение продолжительности рабочей недели частично компенсировалось увеличением продолжительности каждого дня торговли с понедельника по пятницу. Заккрытие рынка чаще происходило в 15 часов 30 минут времени Восточного побережья, чем в 15 часов. Это изменение привело в ужас финансовых редакторов вечерних газет, которым удавалось с огромным трудом печатать цены при закрытии биржи или вообще это не удавалось. В 1974 г. часы торговли были продлены ежедневно еще на полчаса, когда биржа приняла решение продолжать торговлю до 16 часов. Еще полчаса было добавлено в 1985 г. благодаря открытию на полчаса раньше. Это последнее изменение не вызвало энтузиазма у служащих брокерских фирм на Западном побережье, которым приходилось начинать работу в своих конторах в 6 часов 30 минут утра, если они хотели наблюдать за открытием рынка. Определенным свидетельством в пользу неумолимой тенденции к созданию всемирного круглосуточного рынка, действующего в течение 24 часов, стало введение в 1991 г. NYSE дополнительных 45 минут после окончания торговой сессии. Биржа открыла также свое представительство в Лондоне с целью поощрения европейских стран регистрировать ценные бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Десятилетие низкого объема рынка стимулировало появление нескольких предложений о сокращении численности членов биржи. В 1952 г. члены биржи одобрили план выкупа мест по определенной минимальной цене. Увеличение объема торговли на рынке привело к повышению цены места сверх установленной суммы уже после выкупа девяти мест. С 1953 г. уменьшенная численность членов оставалась без изменений на уровне 1366 мест.

В 1953 г. было также принято решение допустить корпорации в члены биржи. Это был резкий разрыв с традиционной практикой допуска на биржу только индивидуальных лиц и товариществ. К 1961 г. 78 корпораций стали членами. Их количество быстро увеличивалось и достигло 271 к 1972 г., оставалось примерно на этом же уровне до конца десятилетия, а затем стало вновь увеличиваться до 326 в 1980 г. и 456 в 1986 г., после чего снизилось до 418 в 1989 г.²⁷

²⁷ Организации-члены включают как корпорации, так и товарищества; товарищества-члены имеют как минимум одного главного партнера с неограниченной ответственностью, а корпорации-члены имеют как минимум одного акционера с правом голоса, которому принадлежит место на бирже. Численность товариществ, являющихся членами биржи, сократилась с 649 в 1930 г. до 117 в 1989 г. Общее число организаций-членов сократилось с 667 в 1960 г. до низкого уровня 473 в 1977 г., однако в 1983 г. их число вновь увеличилось до рекордно высокого уровня 983. Затем это число довольно быстро сократилось до 516 к 1990 г. Как количество контор членов, так и численность зарегистрированного персонала продолжали увеличиваться и достигли своих рекордных в истории уровней, соответственно 6969 и 89 374, поскольку концентрация в отрасли усилилась после краха 1987 г. Крах стал также основным фактором, вызвавшим сокращение численности товариществ. Многие отделы специалистов были реорганизованы в акционерные компании, чтобы сократить риск задолженности.

В 70-х и 80-х годах произошло много радикальных перемен, вызванных конкуренцией, появлением новых продуктов и изменениями в социальной жизни. Корпорация защиты фондовых инвесторов была создана конгрессом в 1970 г. в дополнение к Специальному трастовому фонду биржи, который был предназначен для защиты активов клиентов. Женщины, которые раньше работали только в качестве клерков, стали членами биржи, брокерами в операционном зале и старшими должностными лицами фирм-членов. В 1977 г. впервые иностранным брокерам было разрешено стать членами биржи.

Наиболее очевидные перемены произошли в технической области. Первый шаг в программе совершенствования основных средств был сделан в 1980 г. Он обошелся в 24,5 млн дол. Места торговли в операционном зале, которые не изменялись в течение 50 лет, были заменены 14 новыми и более крупными местами торговли, которые были приспособлены для обработки информации и использования средств связи. Последующие улучшения как основных средств, так и средств связи с операционным залом произошли в 1981 г. Целевая суперсистема оборота приказов 250 была введена в 1984 г. Однако рост возможностей происходил не так быстро. 80-е годы стали одним из самых беспокойных десятилетий в истории биржи. В августе 1982 г. после ледяной биржи произошло резкое повышение курсов акций на NYSE. Объем торговли 1 августа составил 132 681 120 акций, и впервые дневной объем торговли превысил уровень 100 млн акций. Вместе с расширением рынка увеличивался объем торговли. В 1987 г. объем торговли увеличился до среднего ежедневного уровня, который составил почти 189 млн акций, и вместе с ним соответственно повышалась цена места на бирже. 21 сентября 1987 г. место члена на бирже было продано за рекордную цену — 1150 тыс. дол. (за два года до этого место было продано за 420 тыс. дол.).

Примерно через месяц были установлены два взаимосвязанных рекорда, первый из которых, как надеется большинство участников рынка, останется непобитым. 19 октября падение индекса Dow Jones в течение одного дня стало рекордным, составив 508 пунктов. На следующий день был поставлен рекорд объема торговли — 608 148 710 акций. Несмотря на то что рынок был потрясен до основания, следует воздать должное тем, кто осуществил работу по модернизации в начале 80-х годов (и продолжает внедрять усовершенствования). Благодаря этому рынок выдержал эти шокирующие удары и действительно достиг новых высот к 1991 г. Однако объем остался на намного более низком уровне по сравнению с наиболее высоким средним ежедневным показателем 1987 г. Средний уровень 1990 г., составивший лишь 156 777 000 акций, обычно рассматривался рыночными специалистами как недостаточно высокий для того, чтобы гарантировать адекватную ликвидность.

Снижение объема торговли затруднило брокерским фирмам получение дохода, несмотря на снижение их числа. Комиссионные доходы, которые в свое время обеспечивали более половины доходов брокерских фирм, сократились ниже уровня 20%. Доходы от счетов для инвестиционных операций и гарантирования размещения эмиссий также снизились до уровня, при котором брокерские фирмы в целом в 1990 г. понесли такие убытки, которые с ними не случались с 1973 г.

В течение своей длительной истории Нью-Йоркская фондовая биржа обеспечивала рынок для акций и облигаций. В последние годы она предприняла шаги по расширению и диверсификации своей специализации. В 1970 г. в торговле стали впервые использоваться варранты. В 1977 г. вступила в действие полностью автоматизированная система облигаций. В 1978 г. биржа разработала план создания рынка финансовых фьючерсов, пытаясь конкурировать с процветающими рынками товарных фьючерсов. Торговля на этой бирже началась в 1980 г., но выяснилось, что конкуренцию преодолеть было труднее, чем ожидалось, и это предприятие принесло одни разочарования, Нью-Йоркская фондовая биржа проявила некоторую медлительность в реализации потенциала рынка акционерных опционов и позволила другим фондовым биржам, а также Чикагской товарной бирже захватить уверенное лидерство в этом виде бизнеса, пока она только разрабатывала свои планы. В 1989 г. биржа задействовала новый инструмент торговли, на который возлагала большие надежды, — биржевой портфель акций, который обеспечивает торговлю стандартизированной «корзиной» акций с рамках одной сделки, — но инвесторы в основном проигнорировали этот новый инструмент, который сейчас не имеет перспектив.

Нью-Йоркская фондовая биржа посвятила огромное количество времени, усилия и выделила большие деньги на изучение своих рынка ценных бумаг, владельцев акций и публичных сделок. Среди них выделялись исследования численности и характерных черт владельцев акций открытых акционерных корпораций. Первое подобное исследование было проведено хорошо известной исследовательской организацией. Это было вообще первой серьезной попыткой определить численность владельцев акций²⁸. Несколько подобных успешных исследований было сделано персоналом биржи с начала 50-х годов, и можно быть уверенным, что в будущем подобные переписи будут по-прежнему предоставлять большой объем информации по этому вопросу. Одно из наиболее разработанных исследований было выпущено в 1978 г. Оно было названо «Отношение клиентуры к инвестированию» и ставило целью определить перемены в публичном восприятии инвестиций в акции и облигации, которые произошли за 18 лет после предыдущего аналогичного исследования. В 1989 г. была создана группа, состоящая из крупных специалистов, с целью изучения неустойчивости рынка и уверенности акционеров. Последняя была значительно поколеблена в результате краха 1987 г. и весьма негативной «рекламы» практики некоторых фирм-членов в сфере облигаций и торговли ценными бумагами.

Современное управление NYSE значительно отличается от того, что было до 1939 г. Ее управление изменилось в направлении от старой системы комитетов к системе, напоминающей современную корпорацию с получающим заработную плату профессиональным персоналом под полным его контролем. Из 21 члена Совета директоров 20 избираются действительными членами биржи на двухгодичный срок, 10 являются представителями от обще-

²⁸ Например, *Sharemanship in America: 1959 (New York Stock Exchange, 1960)*, *1962 Census of Shareowners in America (New York Stock Exchange, 1962)*, *The New York Stock Exchange 1990 Report (New York Stock Exchange, 1991)*.

ственности, которые не занимаются брокерскими или дилерскими операциями с ценными бумагами. Председатель Совета избирается членами Совета, однако он не может быть членом биржи или заниматься брокерскими или дилерскими операциями. Председатель назначает президента и других должностных лиц биржи.

Биржа впервые открыла свои двери публике в последние годы, и сотни тысяч посетителей в настоящее время ежегодно наблюдают за ее операциями. Персонал биржи, со всей ответственностью осознающий важность налаживания связей с общественностью в бизнесе, проводил широкую образовательную кампанию по вопросам функций, инвестирования на здоровой основе и владения акциями. Биржа более не рассматривает себя в качестве клуба с ограниченным доступом и считает себя учреждением с публичной ответственностью; ее операции уже не скрываются за непроницаемым экраном секретности, что было характерно много лет назад. Как однажды заметил Дж. П. Морган, «рынок будет продолжать колебаться», но на него уже не оказывают решающего влияния спекулятивные действия пулов и крупных дельцов, как это было в свое время. По-прежнему есть такие люди, которые пытаются извлечь выгоду за счет других, и, вероятно, так будет всегда, однако остается фактом, что общественная защита со стороны регулирующих органов и самих фирм, действующих в этой сфере, сейчас намного сильнее, чем когда-либо раньше. Возможности и риски, появляющиеся в результате повышения и понижения цен на рынке, сейчас по-прежнему остаются, как это было всегда, но эффективность, современные средства связи, конкуренция и искренние попытки обеспечить честную торговлю стоят на повестке

²⁹ Дополнительную информацию об истории биржи можно получить из многих источников, включая Robert Sobel, *N.Y.S.E.: A History of the New York Stock Exchange* (New York: Weybright and Talley, 1975). Ежегодные отчеты Нью-Йоркской фондовой биржи предоставляют отличную обновленную информацию о современном развитии. Интересную статистику можно получить в ежегодных *Fact Books*, *Marketplace: A Brief History of the New York Stock Exchange* (NYSE, 1982). Здесь же содержится не только хорошо изложенная история биржи, но и ряд отличных фотографий и иллюстраций из архивов биржи.

6

НЬЮ-ЙОРКСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА: ЕЕ ОРГАНИЗАЦИЯ И ЧЛЕНЫ

В течение многих лет NYSE была организована как «добровольная ассоциация», а не как корпорация или товарищество. В 1972 г. она была реорганизована в некоммерческую корпорацию штата Нью-Йорк. Совет управляющих был заменен Советом директоров. В том же самом году биржа назначила первого председателя Совета директоров, который получал заработную плату. До этого времени пост председателя Совета управляющих не оплачивался, хотя он давал огромное влияние и престиж. Его всегда занимал руководитель высшего ранга или партнер из крупной фирмы-члена.

• В 1985 г. в уставе NYSE произошли наиболее существенные изменения с 1938 г. Состав Совета директоров был расширен до 27 членов, 24 из которых были избраны членами и 3 входили в него в силу занимаемой должности. В число последних входят: председатель Совета, исполнительный вице-председатель и президент. 24 директора, избранные членами, делятся на две категории в Совете: директора из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, и общественные директора.

Среди общественных директоров должно быть не менее одного человека, который связан с эмитентом ценных бумаг, зарегистрированных на NYSE, но не с финансовым учреждением. Еще один член должен быть связан с финансовым учреждением, являющимся крупным инвестором в акции.

В число директоров из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, должны входить семь представителей фирм, которые обслуживают широкие круги инвесторов, три специалиста и один брокер из операционного зала биржи. Еще один директор должен представлять фирму, не имеющую филиалов по всей стране, «специализированную» компанию, например, занимающуюся арбитражем, или небольшую высокоспециализированную брокерскую фирму, проводящую исследования. Половина директоров из фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, представляет публичные фирмы и должна быть связана с фирмами, находящимися вне Нью-Йорка. Таким образом, подобная структура директоров служит гарантией для обеспечения еще более широких интересов при формировании политики биржи.

УСЛОВИЯ ЧЛЕНСТВА

Нью-Йоркская фондовая биржа создает условия для торговли ценными бумагами, которые на ней зарегистрированы. Сама биржа не устанавливает цены на подобные ценные бумаги и не оказывает воздействие каким-либо образом на то, какими эти цены «должны» быть. Она устанавливает правила и проводит политику в соответствии с Законом о ценных бумагах и биржах, устанавливающим, что цены определяются на справедливом и открытом рынке. Доступ к подобному рынку предоставляется членам биржи. Поскольку их количество ограничено 1366, NYSE может показаться клубом, не включающим тех, кому не повезло стать членом. На самом деле членство не является таким ограниченным. Всегда существует возможность членства путем покупки места для тех, кто соответствует основным критериям, которые требуют достижения возраста «совершеннолетия, необходимого для несения ответственности по контрактам в сфере любого бизнеса, которым он занимается» (устав NYSE, § 1402), поручительства двух действительных членов и отсутствия препятствий, вызванных нарушениями законодательства о ценных бумагах или уголовными преступлениями. Несмотря на отсутствие ограничений на членство женщин, первая женщина была принята лишь в декабре 1967 г. С того времени численность женщин-членов постоянно увеличивалась. В 1990 г. восемь новых женщин стали полноправными членами биржи¹.

Цена членства, или «места», зависит от рыночных условий. В значительной мере подобно ценам на акции стоимость места иногда соотносится с прогнозами рыночной активности в несколько преувеличенной манере. Например, на гребне повышения цен на акции на рынке 60-х годов места на бирже продавались по 515 тыс. дол. как в 1968, так и в 1969 г. Эта цифра была бы по меньшей мере в три раза выше в ценах 1990 г. В ожидании принятия в 1975 г. договорных ставок комиссии стоимость места снизилась до 55 тыс. дол. Несмотря на повышение курсов, стоимость места продолжала понижаться, достигнув сравнительно низкого уровня 35 тыс. дол. в 1977 г. С тех пор цены значительно подскочили, однако наблюдались отдельные резкие колебания. Как раз перед крахом рынка 1987 г. место на бирже было продано за 1150 тыс. дол. Эта сделка стала одной из нескольких сделок в этом году, которые побили предыдущий рекорд, установленный в 1929 г., — 625 тыс. дол. Цены вновь резко упали после краха и через три года достигли самого низкого уровня за последнее время — 250 тыс. дол. в 1990 г.² К ноябрю 1991 г. стоимость места вновь возросла до 385 тыс. дол.³

Места на бирже, сданные в аренду

С 1978 г. члены биржи получили право сдавать в аренду свои места тем, кто соответствует требованиям действительного членства на бирже. С точки зрения владельца, аренда может стать привлекательным способом получения дохода во время спокойствия на рынках или ожидания возможности прода-

¹ NYSE 1990 Annual Report, p.53.

² NYSE Fact Book - 1991, p. 88.

³ Dow Jones News Service, 11-15-91.

жи по более высокой цене. На самом деле некоторые места на бирже были куплены главным образом в качестве инвестиций или спекуляции на более высоких ценах в будущем. Арендатор в свою очередь получает доступ к операционному залу биржи, не «связывая» крупного капитала. На конец 1990 г. 583 из 1366 мест были сданы в аренду.

Члены, имеющие доступ

Нью-Йоркская фондовая биржа имеет небольшое количество «частичных» мест в виде членов, имеющих физический или электронный доступ. Первых членов девять; число вторых членов количественно не ограничено. Члены, имеющие физический доступ, могут осуществлять торговлю в операционном зале всеми видами ценных бумаг аналогично действительным членам, однако не могут выполнять функции специалистов. Члены, обладающие электронной категорией, имеют доступ в операционный зал биржи через прямую телефонную линию или, в качестве альтернативного варианта, через SuperDOT. В настоящее время существует 33 подобных члена. Обе категории членов платят вступительный взнос и ежегодный взнос для сохранения своего статуса⁴.

Права на операции с опционами

В попытке оказать определенную поддержку опционному бизнесу (который до настоящего времени не имел широкого распространения) NYSE создала «права на операции с опционами», которые имеются у любого члена. Если член предпочтет не использовать эти права, он может сдать их в аренду другим лицам. Цель состоит в том, чтобы ряд торговцев выполняли функцию, аналогичную функции основных членов Атех, занимающихся операциями с опционами. В случае удачи этого плана повысится ликвидность, и опционы с акциями, зарегистрированными на Нью-Йоркской фондовой бирже, станут более привлекательными, чем раньше.

В 1990 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам приняла правило 19с-5, которое может повысить стоимость разрешений на операции с опционами на Нью-Йоркской фондовой бирже. Правило устранило «лотерею», использовавшуюся ранее для распределения допуска опционов на новые акции исключительно на определенные биржи, а также разрешило торговлю опционами, обращающимися на любой бирже. Поскольку акции, лежащие в основе многих наиболее ходовых опционов, обращаются на NYSE, имеются определенные стимулы совершать сделки как с акциями, так и опционами на эти акции в одном и том же операционном зале. Если это произойдет, то окажет гораздо большее воздействие на торговлю опционами на Чикагской опционной бирже (CBOE) и Атех. В 1990 г. существовали опционы на 54 различные эмиссии акций, обращающиеся на NYSE. Были также опционы на акции восьми корпораций, сделки с акциями которых преимущественно проводятся в системе NASDAQ.

⁴ NYSE Annual Report - 1990, p. 53.

ВИДЫ ЧЛЕНСТВА

Технически членство является личной собственностью владельца места, который купил его. В некоторых случаях это буквально так. Места часто переходят от отцов к сыновьям или завещаются наследнику. Необходимые при этом крупные расходы делают практически невозможным для всех, за исключением богатых людей, позволить себе членство. Многие членства в действительности финансируются организацией-членом, которая назначает кандидата из своих служащих. Поскольку членство является личной собственностью владельца, титул может быть закреплен лишь на имя конкретного человека. Следовательно, когда фирма-член, например «МеггШ Lynch», передает членство от одного своего служащего другому, то новый член подписывает документ, который обычно называется соглашением между брокерской фирмой и ее служащим об условиях покупки места на бирже, которое предусматривает ликвидацию места, как только член решит оставить работу в финансирующей организации или перейдет на другое место.

Члены выполняют различные функции в зависимости от вида их бизнеса. Наибольшее число зарегистрировано в качестве *брокеров, работающих на условиях комиссии*. Эти члены представляют фирмы, которые совершают публичные сделки, и выполняют только приказы, которые поступают из операционного зала либо от клиента через зарегистрированного представителя, либо с места в торговом зале, закрепленного за фирмой. Их главная функция — обеспечить наилучшую возможную цену для клиента путем тщательного выполнения инструкций по этому приказу. Количество брокеров, работающих на условиях комиссии, колеблется, но обычно составляет порядка 500 среди всех 1366 полных членов.

Следующую наиболее крупную группу членов составляют те, кто зарегистрирован в качестве специалистов. Их функция состоит как в постоянном котировании обращающихся акций, так и в выполнении функции брокера, когда приказы по этим акциям не могут быть немедленно выполнены. На конец 1990 г. были зарегистрированы 421 индивидуальный специалист и 46 отделов специалистов, диапазон которых составлял от двух специалистов до крупных отделов, занимавшихся рынками более чем 100 различных эмиссий⁵.

Следующую по численности группу составляют брокеры, работающие в биржевом зале, которых часто называют «двухдолларовыми брокерами». Это прозвище происходит от размера комиссионных, которые они когда-то брали при выполнении приказов других брокеров. Тем самым они являются «брокерами брокеров», а это означает, что они получают свою прибыль благодаря выполнению приказов, которыми другие члены не в состоянии заниматься в данный момент. В период оживленной торговли с большими объемами это является выгодным делом, а при застое на рынке этим трудно заработать на жизнь. В последние годы значительная часть поступавших им приказов миновала их в результате роста использования DOT и сменившей ее SuperDOT. Поскольку организации-члены могут направлять приказы через эту систему

⁵ NYSE Annual Report - 7990, p. 2.

непосредственно специалисту, «двухдолларовые брокеры» зачастую оказываются обойденными. Недавняя разработка, предоставляющая им новое значительное дело, — «программная торговля». Она включает одновременное выполнение множества приказов по продаже или покупке акций, часто незадолго до закрытия биржи. Однако еще не ясно, является ли это только временным стимулом или более продолжительной постоянной частью рыночной торговли.

Существует небольшое число зарегистрированных торговцев-членов, которые заключают сделки за свой собственный счет. Поскольку привилегированный статус члена, который не несет ответственности по отношению к другим, не одобряется SEC, то биржа ввела такую разновидность этой категории людей, которая была названа *зарегистрированными конкурентными торговцами*. Как ожидается, на подобных торговцев будет приходиться значительная часть этой торговли, что ускорит выполнение публичных приказов.

Наконец, некоторые члены редко присутствуют в операционном зале биржи или никогда там не появляются. Они уделяют свое основное внимание счетам клиентов, финансам корпораций и бизнесу вне операционного зала биржи. Приказы, поступающие к таким членам или их фирмам, обычно выполняются через SuperDOT или «двухдолларовых брокеров». Эти члены обычно считаются *контторскими членами*, а их фирмы часто расположены на некотором расстоянии от Нью-Йорка. Их бизнес обычно не требует их постоянного присутствия в операционном зале биржи, поэтому расходы по покупке членства и права посещения биржи для них оказались слишком высокими.

Ассоциированные члены

Лица, которые являются полными партнерами, членами товариществ с неограниченной ответственностью или руководящими должностными лицами в корпорациях-членах, должны быть зарегистрированы на NYSE в качестве *ассоциированных членов*, если они не являются ее членами. Ассоциированные члены имеют такие же обязанности, как и члены, но не обладают привилегией торговли в операционном зале. Ассоциированные члены обычно возглавляют крупные подразделения или отделы, например по продажам, торговле, размещению ценных бумаг, или инвестиционные банки. Численность ассоциированных членов не ограничена, и организация-член может иметь только одного члена, но дюжину или более ассоциированных членов. Ассоциированное членство не покупается, как постоянное членство. Скорее оно является регистрационной категорией, которая логически вытекает из функции, которую этот человек выполняет.

Организации-члены

На конец 1990 г. существовало 516 организаций-членов, 407 из которых были корпорациями и 109 — товариществами⁶. Более мелкие организации последовательно вытесняются более крупными, с большим капиталом. В 1960 г.,

⁶ NYSE Fact Book - 1991, P- 88.

например, существовало 667 организаций-членов. Из современных 516 фирм 327 занимаются публичными операциями и 189 сосредоточили свою деятельность в операционном зале биржи.

До 1974 г. количество товариществ превышало численность корпораций, а в 1974 г. при быстром развитии корпоративной формы собственности была превзойдена отметка половины от общей численности членов биржи. После краха в 1987 г. произошло дальнейшее значительное падение численности товариществ, поскольку некоторые отделения специалистов стали испытывать неудобства в связи с фактором неограниченной ответственности, характерной для такой формы организации, как товарищество. Ряд этих отделений были реорганизованы в *малые фирмы* или корпорации, которые сохраняют жесткий контроль, характерный для товариществ. Малые фирмы облагаются налогами аналогично товариществам, но они обладают характерной чертой обычных корпораций — ограниченной ответственностью.

Компании с (частной) корпоративной формой собственности могли стать членами биржи с 1953 г., однако вступившие фирмы-члены были очень похожи на товарищества того времени. Акционеры с правом голоса были, по существу, главными партнерами с ограниченной ответственностью. Акции, не дававшие владельцу право голоса, часто выпускались для служащих, которых высоко ценила фирма, в качестве части их вознаграждения. Первой организацией-членом, которая публично предложила свои акции на продажу, стала «Donaldson, Lufkin and Jenrette», которая явилась пионером в быстром росте институциональной акционерной формы организации. (Позднее «Donaldson» была поглощена «Equitable Life Assurance Society*.) Вскоре после того, как «Donaldson» продала свои акции в 1970 г., «Merrill Lynch*» также осуществила публичную продажу своих акций. Впоследствии многие другие фирмы также стали публичными компаниями. В 1990 г. в их число входили «Merrill Lynch», «Morgan Stanley*», «Salomon Brothers*», «Bear Stearns*», «A.G. Edwards*», «Paine Webber*» и многие другие. Кроме того, несколько фирм, которые раньше были публичными компаниями, возвратились к форме частной компании или исчезли в результате поглощений. Среди этих фирм (или их покупателей) были «E.F. Hutton*» («Shearson Lehman*», которая в свою очередь была куплена «American Express*»), «Prudential Securities*» («Prudential Insurance Company*»), «Dean Witter Reynolds*» («Sears Roebuck*») и «First Boston*» («Credit Suisse*»). Несколько частных компаний были также поглощены другими фирмами без прохождения ими через стадию публичной компании. Примерами таких компаний являются «Kidder Peabody*» («General Electric Credit*»), «Smith Barney*» («Primerica»), «Dillon Read*» (частично «Baring Brothers*») и «Tisker. Anthony*» («John Hancock Mutual Life Insurance Company*»).

Товарищества и частные компании

Существует по-прежнему 109 товариществ-членов, но только одно из них имеет весьма значительные размеры («Goldman Sachs and Company*», которая в 1986 г. продала 12% своих акций крупному японскому банку «Sumitomo»). Полные партнеры с неограниченной ответственностью должны быть либо членами, либо ассоциированными членами. Партнеры с ограниченной от-

ветственностью, которые лишь участвуют своим капиталом, не играя никакой роли в управлении, должны быть квалифицированы в качестве «уполномоченных лиц». В действительности типичным партнером с ограниченной ответственностью является бывший полный партнер с неограниченной ответственностью, который оставил свой капитал в деле. Многие другие являются просто богатыми инвесторами, стремящимися к привлекательной норме прибыли (участие в нескольких предприятиях может обеспечить норму прибыли на собственный капитал подобно инвестиционным фирмам на хороших рынках). Возможность для любого партнера изъять свои средства из фирмы жестко регулируется правилами NYSE таким образом, чтобы внезапное изъятие капитала не угрожало финансовому положению фирмы и не подвергло своих клиентов опасности убытков.

Если, напротив, фирма организована в виде частной корпорации, в которой акции принадлежат узкому кругу владельцев, то акционеры, имеющие право голоса, должны быть либо членами, либо ассоциированными членами. Статус акционера, не имеющего права голоса, аналогичен статусу партнера с ограниченной ответственностью. Однако акционеры, не имеющие права голоса, могут принимать участие в определенных видах управленческой деятельности, в то время как партнеры с ограниченной ответственностью могут и не принимать такого участия.

Членство на бирже

Каждая организация-член должна иметь по меньшей мере одного полного партнера с неограниченной ответственностью или акционера, имеющего право голоса, который является членом биржи. В публичной корпорации любой акционер имеет право голоса, если акции зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже. Их количество на одну фирму различное: некоторые специализированные и «двухдолларовые брокеры», в частности, являются, по существу, организациями, состоящими из одного человека. Более крупные брокерские фирмы, ориентирующиеся на розничную торговлю, и некоторые из крупных отделений специалистов могут одновременно иметь в операционном зале от 15 до 30 членов.

ТРЕБОВАНИЯ К РАЗМЕРУ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА

Каждая организация-член должна полностью отвечать требованиям раздела 15с, 3-1 Закона о ценных бумагах и биржах 1934 г., а также дополнительным требованиям и правилу 325 Нью-Йоркской фондовой биржи. Эти нормы устанавливают минимальный размер чистого капитала, а также максимальную величину отношения чистого капитала к совокупной задолженности. Чистый капитал организации-члена может быть в общем виде определен как ликвидный собственный капитал. Из чистого капитала должны быть исключены такие неликвидные статьи, как здания, конторское оборудование и даже членство на бирже. Несмотря на то что большинство этих статей имеет определенную ликвидность, они исключаются при подсчете, поскольку их принудительная ликвидация может быть осуществлена по меньшей стоимо-

сти, чем можно было ожидать. Финансовое положение брокера считается достаточным, если его совокупные обязательства превышают ликвидные активы не более чем в 10 раз. Каждая фирма должна предоставлять регулярные отчеты о структуре и размерах своего капитала NYSE. Если указанное выше отношение станет больше 10, то объявляется сигнал тревоги раннего предупреждения и фирме не разрешается расширять свою деятельность. Если эта величина превысит 12, то должны быть предприняты шаги по сокращению объема деятельности. При превышении уровня 15 фирма должна быть ликвидирована в принудительном порядке при участии Корпорации защиты фондовых инвесторов.

Аудит

Правила биржи требуют ежегодных проверок чистого капитала независимыми аудиторами с целью обеспечения точности подсчетов. Кроме того, биржа требует также дополнительных ежемесячных и ежеквартальных отчетов в виде объединенного единого финансового и операционного отчета. Закон 1934 г. устанавливает также, что отчет о состоянии чистого капитала должен посылаться всем клиентам не реже раза в полугодие.

Гарантии, выдаваемые одним лицом другому против злоупотреблений третьего лица

Правило 319 NYSE требует от каждой организации-члена при проведении публичной торговли наличия гарантий, выдаваемых одним лицом другому против злоупотреблений третьего лица, которые должны охватывать всех служащих фирмы, а также партнеров, должностных лиц и директоров. Эти гарантии защищают клиентуру от нечестных действий со стороны служащих брокерских фирм. Специальные гарантии должны предоставляться от подделок чеков, ценных бумаг, мошеннической торговли и неправильного размещения ценных бумаг. Размер гарантий в значительной мере определяется требованиями к чистому капиталу члена.

Зарегистрированный представитель

Клиенты по-прежнему обычно считают продавцов ценных бумаг фондовыми брокерами, несмотря на длительные попытки фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами, придать этой функции большую профессиональность хотя бы формально, если это не всегда удается в реальности. При осуществлении этих попыток в течение многих лет использовались различные термины, начиная с использования Чарльзом И. Мерриллом термина *делопроизводитель, ведущий счета клиентов*. В настоящее время наиболее удачным термином считается *финансовый консультант*. Этот термин используется как «Merrill Lynch», так и «Shearson Lehman» — крупнейшими розничными брокерскими фирмами. Однако по терминологии NYSE и NASD все подобные лица являются *зарегистрированными представителями*. Это обозначение охватывает большинство функций, которые осуществляются при контактах

с потенциальными клиентами, и не сводится к продавцам. В целом профессионалы инвестиционного банковского дела, фондовые дельцы, аналитики-исследователи и некоторый вспомогательный персонал должны также называться зарегистрированными представителями.

Для того чтобы быть зарегистрированным представителем, служащий организации-члена должен представить подробную заявку с указанием как образовательного, так и делового опыта. Если кандидат не обладает значительным соответствующим опытом в области ценных бумаг, финансов, банковского дела или других соответствующих областях, то до его регистрации требуется прохождение минимальной четырехмесячной программы подготовки. Кандидаты должны также сдать экзамен продолжительностью в шесть часов («седьмая серия») с зачетной оценкой не ниже 70%. Примерно 40—45% всех кандидатов не выдерживают этот экзамен, руководство которым осуществляется через экзаменационную компьютерную систему PLATO Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Все саморегулируемые организации, занимающиеся операциями с ценными бумагами, имеют своих представителей в комитетах, которые вырабатывают экзаменационные требования. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам осуществляет руководство процессом испытания, а NYSE несет основную ответственность за подбор задаваемых вопросов.

В 1988 г. было 79 075 зарегистрированных представителей, работающих на основе полного рабочего дня, работающих в фирмах—членах NYSE. Это число было на 8% меньше по сравнению с наиболее высоким показателем — 86 121, достигнутым в 1987 г. Они размещались в 6513 отделениях. Общее число занятых в фирмах, занимающихся операциями с ценными бумагами, с 1987 г. повсеместно сократилось. В этой отрасли в 1987 г. было занято 457 300 человек, а к концу 1990 г. — только 420 200 человек. Это сокращение на 8% отражает уменьшение численности зарегистрированных представителей, но оно слишком мало по сравнению с сокращением рабочих мест в этой отрасли в Нью-Йорке — почти на 15%⁷.

Однако многие зарегистрированные представители не работают на организации—члены NYSE и, следовательно, не включены в эти итоги. Несмотря на то что крупнейшие фирмы, занимающиеся операциями с ценными бумагами, являются членами как NYSE, так и NASD, существует еще более значительное число фирм-членов, отделений и представителей, зарегистрированных только в NASD. Для значительного числа лиц, которые зарегистрированы только в NASD, имеются ограничения по сфере деятельности. Это означает, что зарегистрированный представитель может заниматься продажей только паев взаимных фондов, только ценных бумаг корпораций и т.п. NASD более подробно рассматривается в главе 9.

УПРАВЛЕНИЕ БИРЖЕЙ

Изложенное ниже является кратким наброском об управлении Нью-Йоркской фондовой биржей. Несмотря на верность положения, что биржа принадлежит членам, ее служащие изолированы от чрезмерного влияния со сто-

⁷ *NYSE Fact Book - 1991*, pp. 70–71.

роны членом или организаций-членом. Они выполняют предписанные им задания в спокойной обстановке, и ряд членом, без сомнения, желали бы видеть их менее рьяными при выполнении своих обязанностей. Как и вообще в условиях бюрократии, существует тенденция и на NYSE и других саморегулируемых организациях, в соответствии с которой служащие находят оправдание своей работе, давая горы отчетов и информации. Хотя этого в значительной степени не удастся избежать, регулирование может быть чрезмерным, и издержки для членом при подчинении подобным требованиям воистине огромны.

В 1985 г. NYSE разделила свою группу регулирующих служб на три отдела: норм по контролю за соблюдением правил и регулированию, регулирования фирм-членом и службу изучения рынка. Первый отдел отвечает за установление регулирующих стандартов в рамках биржевого сообщества. Он занимается всеми вопросами, касающимися норм для зарегистрированного персонала и их квалификации, торговой практики и соответствия правилам маржи. Отдел регулирования фирм-членом применяет нормы, установленные отделом норм по контролю за соблюдением правил, при анализе практики продажи и торговли фирм-членом. Отдел изучения рынка наблюдает за всей торговлей зарегистрированными на NYSE ценными бумагами, которая происходит в ее операционном зале. Цель этого отдела состоит в обеспечении устойчивых, справедливых и регулярных цен на рынках. В рамках этого отдела есть также специальное новое отделение слияний и поглощений, задача которого состоит во внимательном наблюдении за подобным видом деятельности, который затрагивает акции, обращающиеся на бирже. Особое внимание уделяется продаже акций лицами и организациями, располагающими конфиденциальной информацией.

Другие административные подразделения NYSE оказывают меньшее воздействие на организации-члены. Она предоставляет услуги компаниям, которые желают зарегистрировать ценные бумаги помимо тех, которые уже зарегистрированы; проводит широкую деятельность по связям с общественностью и предоставляет образовательные услуги, а также активно участвует в автоматизации в сфере операций с ценными бумагами через свою дочернюю компанию, которая принадлежит ей на две трети, — Корпорацию автоматизации индустрии ценных бумаг (SIAC).

7

КОТИРОВОЧНЫЕ ЛИСТЫ АКЦИЙ И ОБЛИГАЦИЙ, ТИКЕРЫ И КОТИРОВКИ

Эта глава касается включения ценных бумаг в котировочный лист Нью-Йоркской фондовой биржи. Рассматриваются выгоды, а также требования при включении акций в курсовой бюллетень этой биржи. Ценные бумаги могут быть также включены в систему NASDAQ, и компании могут получить котировки на других национальных биржах ценных бумаг. Требования для включения акции в этих случаях рассматриваются в главах 8, 9 и 10. Поскольку по своей природе рынки становятся все более интернациональными, обычное явление как для американских, так и иностранных эмитентов — получение ими котировок своих ценных бумаг на рынках за границей. Хотя объем этой книги не позволяет предложить полный охват международных рынков, следует иметь в виду, что некоторые ценные бумаги США, зарегистрированные на NYSE, могут быть также зарегистрированы и продаваться на таких рынках, как Лондонская и Токийская фондовые биржи. ^

КОТИРОВОЧНЫЙ ЛИСТ АКЦИЙ

На конец 1990 г. акции 1774 различных компаний были зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже. Было зарегистрировано 2284 различных эмиссий акций, среди которых 1741 были эмиссиями обыкновенных акций. Большая часть среди прочих эмиссий были эмиссиями привилегированных акций, многие из которых являлись многочисленными котировками различных эмиссий, выпущенных одними и теми же корпорациями. Например, «Illinois Power», публичная коммунальная корпорация, имела 11 различных эмиссий привилегированных акций, зарегистрированных помимо обыкновенных акций.

Было 90 732 млн зарегистрированных акций, как обыкновенных, так и привилегированных, с совокупной рыночной стоимостью 2 819 778 миллионов долларов. Среди них на обыкновенные акции соответственно приходилось 89 452 млн акций и 2 787 845 млн дол. Для сопоставления, на конец 1980 г. было зарегистрировано 33,7 млрд акций, а в 1970 г. — менее половины этого количества. Включение акций в котировочный список NYSE давало компа-

ниям лучшую котировку. Большинство наиболее известных наименований корпораций, которые ассоциируются с термином *наиболее популярные акции*, можно найти в котировочном списке NYSE. При взгляде на 50 ведущих компаний, акции которых зарегистрированы на этой бирже, выстроившихся по рангу в соответствии с рыночной стоимостью акций, появляются такие названия, как AT&T, IBM, GE, GM, «Coca-Cola», «Sears Roebuck», «Техасо», «Еххоп» и «Eastman Kodak».

Ежегодно в котировочном списке появляются новые дополнения. В 1990 г. в этот/список были внесены 130 новых эмиссий обыкновенных акций. Кроме того, /было 11 новых «технических» котировок в результате крупных структурных изменений в корпорациях или аналогичных событий. Лишение котировки случается намного реже. В 1990 г. 83 эмиссии были лишены котировки. Относительно редко встречается лишение котировки в результате невозможности выполнять минимальные необходимые нормы. Наиболее вероятными причинами лишения котировки являются слияния и поглощения. Среди наиболее известных названий, которые исчезли по этим причинам из котировочного списка в последние годы, были такие фирмы, как «Revlon», «Scovill», «American Hospital Supply», «Foxboro Corporation*» и «Combustion Engineering».

Акции также лишаются котировки в результате того, что бывшие в свое время публичными корпорациями фирмы возвращаются к форме частной корпорации в результате выкупа контрольного пакета акций за счет кредита. К числу компаний, выкупивших контрольный пакет акций за счет кредита, относятся «R.H. Macy», «Levi Strauss», «National Cap» и «Denny's». Некоторые компании оставили лишь ограниченное число акций, которые можно приобрести на рынке акций. Оно достаточно для продолжения котирования, однако намного меньше по сравнению с предыдущей регистрацией. Примерами подобных эмиссий являются «RJR Nabisco» и «Kroger». Выкуп контрольного пакета акций за счет кредита обычно осуществляется либо группой управляющих, либо внешними инвесторами (иногда их сочетанием), которые заимствуют крупные суммы, зачастую путем эмиссии «бросовых» облигаций, с целью приобретения большинства акций, обращающихся на рынке. Часто впоследствии продаются активы для выплаты этой задолженности. Крах рынка «бросовых» облигаций и ряд регулирующих ограничений привели к тому, что выкуп контрольного пакета акций за счет кредита стал менее привлекательной тактикой.

Иностранные акции

Мировые финансовые рынки становятся все более широкими. В настоящее время деньги ищут наиболее привлекательные способы инвестиций вне зависимости от того, где существует такая возможность. Потоки международного капитала на рынках ценных бумаг можно описать термином *глобализация*. Этот процесс проявляется в постоянном увеличении эмиссий иностранных акций в котировочном листе NYSE. На начало 1991 г. в него были включены 97 эмиссий иностранных акций. В 1980 г. было лишь 38 подобных эмиссий. Основное их количество составляют канадские акции, как это и было на протяжении длительного времени. Акции многих крупнейших канадских про-

мышленных корпораций продаются в Нью-Йорке так же активно, как это происходит в Торонто или Монреале. В число хорошо известных котировок канадских акций на NYSE входят «Northern Telecom», «Inco Ltd.», «Alcan Aluminum*», «Canadian Pacific*» и «Seagram Ltd.*».

Ошеломляющий продолжительный рост экономики азиатских стран нашел свое отражение в виде включения в котировочный лист девяти японских корпораций, многие из которых являются производителями товаров, которые хорошо известны в США. Среди них «Sony», «Honda Motor*», «Matsushita Electronic (Panasonic)*» и «Hitachi Ltd.*».

В 80-х годах значительно повысился интерес к британским компаниям. В течение ряда лет акции нескольких крупных британских корпораций были включены в котировочный список NYSE. Наиболее известны среди них «British Petroleum*», «Shell Transport and Trading*» и «Unilever PLC*». Однако в 80-х годах многие государственные компании были приватизированы путем публичного размещения акций. В их число вошло публичное размещение огромного (9 млрд акций) пакета акций «British Telecommunications PLC*» в 1985 г., которое приобрело почти такую же популярность в США, как и в Великобритании. В числе других были включены в котировочный список NYSE акции «British Airways*», «British Steel*» и «British Gas*». Со своими 24 зарегистрированными эмиссиями обыкновенных акций Великобритания заняла второе место после Канады по числу эмиссий, котируемых на NYSE.

Аналогичная приватизация привела к появлению в котировочном листе акций шести испанских компаний, в том числе трех крупнейших банков, крупнейшей телефонной компании и крупнейшей нефтяной компании. Далее по количеству котируемых иностранных акций идут корпорации Австралии, Нидерландов и Италии. В целом на Нью-Йоркской фондовой бирже зарегистрированы 96 иностранных компаний и 97 различных иностранных эмиссий с совокупной рыночной стоимостью 127 655 млн дол., которая почти удвоилась по сравнению с 1985 г. Вероятны и другие дополнительные включения в котировочный список. Поскольку рынки становятся все более интернациональными по масштабам своей деятельности, корпорации в свою очередь все больше отдают себе отчет в возможностях привлечения капитала на рынках большинства принимающих стран вне зависимости от того, где эти рынки находятся. Включение акций в котировочный лист NYSE способствует привлечению капитала на крупных рынках США, поскольку достигаемая этим информационная «прозрачность» приводит к большей известности эмитента национальным инвесторам.

Котировочный лист облигаций

На NYSE зарегистрировано больше эмиссий облигаций, чем эмиссий акций. На конец 1990 г. были зарегистрированы 2912 эмиссий облигаций и 2284 эмиссий акций. Котируемые облигации имели номинальную стоимость 1 689 454 млн дол., или почти на 350 млн дол. больше по сравнению с 1985 г. Рыночная стоимость зарегистрированных облигаций (1 610 175 млн дол.) в 1990 г. была близка к номинальной стоимости. Это указывает на высокое в целом качество котируемых эмиссий, среди которых лишь по относительно

немногим были просрочены платежи или возникала такая угроза. Несмотря на то что ряд котируемых в настоящее время облигаций имеет рейтинг «высокодоходной» категории, они обычно являются облигациями, которые имели в свое время инвестиционное качество, однако после включения в котировочный лист их качество было снижено. Помимо эмиссий корпораций ряд облигационных эмиссий иностранных государств также обращается на Нью-Йоркской фондовой бирже. Эмиссии Министерства финансов США автоматически попадают в котировочный лист после проведения аукциона, хотя правительство не платит взносов за право включения в него. Крупнейшим рынком для ценных бумаг Министерства финансов США, как и всех других эмиссий с фиксированным доходом в США, является внебиржевой рынок, о чем говорилось в главе 3. Однако некоторым иностранным фидуциариям запрещено покупать незарегистрированные ценные бумаги, поскольку на рынках их стран внебиржевой рынок не развит или имеет ярко выраженный спекулятивный характер, что отпугивает от него консервативных инвесторов. Таким образом, внесение казначейских эмиссий в котировочный лист упрощает для этих инвесторов покупку подобных ценных бумаг. В настоящее время на Нью-Йоркской фондовой бирже котируются 763 эмиссии ценных бумаг Министерства финансов США, 114 выпусков облигаций различных международных банков (например, World Bank) и 53 различных эмиссий иностранных государств.

Попав однажды в котировочный список, облигация может в нем оставаться до своего погашения, даже если она не относится к числу ходовых. Это приводит к таким случайным курьезам, как 8%-я эмиссия Королевства сербов, хорватов и словенцев со сроком погашения в 1962 г. или 6%-я эмиссия Республики Польша (досоциалистической) со сроком погашения в 1940 г. Эти долги были аннулированы социалистическими правительствами, которые пришли к власти после второй мировой войны. Следовательно, несмотря на значительный срок, прошедший после срока погашения, эти обязательства не были погашены и долги по ним не были урегулированы с держателями этих облигаций. Их пребывание в котировочном списке будет, вероятно, продолжаться до какого-либо урегулирования, что может занять довольно много времени. Крах коммунизма и последующее возникновение рыночных экономических отношений в странах Восточной Европы может ускорить урегулирование этих вопросов.

ВКЛЮЧЕНИЕ В КУРСОВОЙ БЮЛЛЕТЕНЬ И РЕГИСТРАЦИЯ

Следует разграничивать включение в курсовой бюллетень и регистрацию. *Включение в курсовой бюллетень* означает процедуру, в соответствии с которой компания подает заявку и получает право на котировку своих акций при биржевой торговле. До утверждения эмиссии компания должна выполнить определенные нормы, установленные NYSE, и должна также дать согласие выполнять определенные нормы и условия для зарегистрированных корпораций в последующие годы.

В свою очередь *регистрация* означает предоставление определенной финансовой и коммерческой информации в SEC в соответствии с положения-

ми Закона о ценных бумагах и биржах 1934 г. Все эмиссии акций и облигаций корпораций, а также иностранные ценные бумаги, котируемые на NYSE, должны быть также зарегистрированы в SEC. Регистрация, однако, не означает утверждения компании или ее ценных бумаг со стороны этой комиссии.

ЗНАЧЕНИЕ ВКЛЮЧЕНИЯ В КОТИРОВОЧНЫЙ ЛИСТ

Для корпораций

Корпорации включают свои акции в котировочный лист по одной или нескольким причинам. Во-первых, включение ценной бумаги в котировочный лист приводит к ее большей ликвидности. Биржа предоставляет готовый устойчивый рынок, поэтому ценная бумага становится более привлекательной для публичных инвесторов. Во-вторых, включение в котировочный лист приводит к меньшим финансовым издержкам, когда в будущем будет привлекаться дополнительный капитал. В-третьих, включение в котировочный лист помогает при продаже прав акционера на покупку акций из новых эмиссий на льготных условиях¹. Многие акционеры при получении ими прав на покупку новых акций эмиссии, которыми они владеют, предпочитают продавать эти права, а не использовать их. Если акции зарегистрированы, то имеется готовый рынок для этих прав, который помогает успешно провести подписку на новые акции на льготных условиях. В-четвертых, компания получает определенную известность и рекламу от факта котирования ее ценных бумаг. Клиенты ассоциируют продукцию компании с ее акциями. Продажи ценных бумаг компании позволяют ее названию чаще попадаться на глаза общественности. Однако во многих случаях товарный знак не имеет никакой связи с наименованием компании, и значение этой известности становится несущественным. Пятая причина — желание привлечь больше акционеров. Многие корпорации считают это одной из важнейших причин. Большое количество акционеров ведет к появлению большего числа клиентов, улучшению связей с общественностью, дополнительных возможностей при финансировании в будущем, диверсификации собственности компании и дополнительной рекламе организации. Наконец, включение акций в котировочный список помогает в определении справедливых цен на акции компании. Считается, что рынок публичной продажи акций даст им справедливую оценку, основанную на эффективном взаимодействии спроса и предложения на акции.

Не все крупные корпорации — даже при очевидной желательности — стремятся включить свои акции в котировочный список, и они находят много причин в подтверждение своей позиции. Невозможность соответствовать требованиям для включения в котировочный список, безусловно, может воспрепятствовать этому, даже если компания и хочет это сделать. Однако многие компании не считают, что стоимость включения в список оправдывается подученными выгодами. Руководителям некоторых компаний не нравится требование, которое налагается на все включенные в котировочный список компании, раскрыть информацию о финансовом положении. Иногда им не

Права акционера на покупку акций из новых эмиссий на льготных условиях рассматриваются в главе 24.

нравятся правила SEC об «инсайдерах» (должностных лицах, директорах и крупных акционерах), применяемых в сделках с их ценными бумагами. Такие правила SEC, как требования о доверенных лицах, которые дополняются требованиями биржи, также подвергались критике. Наконец, многие компании считают, что рынок их акций на внебиржевом рынке является вполне адекватным как для компании, так и ее акционеров. Безусловно, усиление информационной «прозрачности» при усовершенствовании системы NASDAQ, в особенности ее национальной рыночной системы, значительно повысило ликвидность на внебиржевых рынках по сравнению с тем, что было раньше. Более того, ряд руководителей выразили недовольствие системой формирования рынка специалистами, которая используется на национальных фондовых биржах, и отдали предпочтение конкурирующим «делателям» рынка, что является характерной чертой рынков NASDAQ. Сама Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам вела серьезную и эффективную пропагандистскую войну против этого метода. Тем не менее нельзя отрицать, что те инвесторы, которые думают об акциях, первым делом думают о Нью-Йоркской фондовой бирже, и в этом они находят поддержку в средствах массовой информации, которые по-прежнему предпочитают давать отчеты о деятельности именно этой биржи, чем о какой-либо другой.

Для инвесторов

Можно указать на ряд преимуществ включения акций в котировочный список. Биржа обеспечивает устойчивый рынок акций. Поэтому включение в котировочный список ведет к повышению ликвидности и стимулирует больший поток приказов, меньший разрыв между ценами продавцов и покупателей и более быстрые продажи. Это преимущество не следует принижать. Рынок публичных продаж на бирже требует от специалиста постоянной поддержки рынка по любой акции, внесенной в котировочный список. Внебиржевой рынок создает конкуренцию «делателей» рынка, но не заставляет никого поддерживать устойчивость рынка. «Делатели» рынка могут по своему выбору войти и покинуть NASDAQ при условии, что они соблюдают требования системы при регистрации. Действительно, они могут все вместе отказаться от котирования каких-либо акций, чего не может произойти на Нью-Йоркской фондовой бирже. Это преимущество гораздо важнее для акций, чем для облигаций. Внебиржевой рынок для облигаций является исключительно ликвидным при условии, что инвестор совершает операции с обычными институциональными количествами.

Одно время биржа имела совершенно определенное преимущество в области требований, заставлявших зарегистрированные компании предоставлять регулярную публичную финансовую информацию. В настоящее время большинство крупнейших корпораций, ценные бумаги которых обращаются на внебиржевом рынке, предоставляет аналогичную информацию. Другое преимущество, которое по-прежнему благоприятствует котируемым акциям, но не в такой степени, как в свое время, — расширение кредита по маржинальным счетам. Все акции, включенные в котировочные списки NYSE и других бирж, автоматически подпадают под это в соответствии с Правилom T (см.

гл. 13). Это означает, что брокерско-дилерские или банковские кредиты обеспечиваются акциями. Акции, обращающиеся на внебиржевом рынке в национальной рыночной системе NASDAQ, получили эту привилегию с 1986 г. Акции, не обращающиеся в этой системе, должны быть в «маргинальном котировочном списке акций, обращающихся на внебиржевом рынке» ФРС, и, хотя многие акции оказались в этом списке, большое количество находится вне его.

Наконец, существует биржевой телеграф (тикер-«лента»). Последовательная информация о сделках в порядке их совершения предоставляет инвестору не имеющую себе равной наглядность. Электронная информация Национальной рыночной системы по-прежнему не может приблизиться к «ленте» по четкости и наглядности, отображению реального розничного ценообразования и широте распространения. Только система информации обо всех сделках на NYSE в действительности предоставляет полную информацию инвесторам.

Эволюция норм для включения акций в курсовой бюллетень

Эволюция требований для включения акций в курсовой бюллетень NYSE (котировочный список или лист) представляет интересную главу в истории американской деловой практики и этики. В первые годы существования республики руководство корпораций США скрывало подробности деятельности своих организаций за почти непроницаемой завесой секретности. Что они делали, сколько зарабатывали, какие активы контролировали и аналогичные вопросы — это считалось исключительно частным делом. Считалось немислимым позволить общественности или даже своим собственным акционерам знать какие-либо подробности их финансовых дел. Подобные точки зрения менялись медленно, и эта секретность составляла основу почти постоянной борьбы между биржей и компаниями, акции которых котировались на ней, в период с 1869 по 1933 г.

В 1869 г. Нью-Йоркская фондовая биржа осуществила слияние с Открытым советом брокеров и Отделом государственных облигаций. В то время возникли ряд организационных структур, сохранявшихся вплоть до реорганизации биржи в 1938 г. Одной из таких структур был Комитет по котировочному листу акций, который установил ряд правил, предназначенных обезопасить владельцев ценных бумаг. Среди них были правила, требовавшие наличия трансфертных агентов и регистраторов акций. Другие правила устанавливали жесткие нормы с целью затруднения подделки сертификатов. В целом эти нормы были хорошо встречены как биржевым сообществом, так и корпорациями, акции которых котировались на бирже.

В 1869 г. биржа начала вырабатывать свою политику в области информации о финансовом положении компании. Были надежды или ожидания, что компании, стремившиеся включить свои акции в курсовой бюллетень, представят вместе со своей соответствующей заявкой отчет о финансовом положении. В то время такая политика оказалась мечтой, утопией, принятием желаемого за действительное. Уже само это предложение было встречено с ужасом всеми деловыми руководителями с «правильным ходом мыслей». Кор-

порации не печатали финансовых отчетов; они не собирались это делать. Они считали, что эта информация касалась исключительно их самих. Безусловно, они не собирались предоставлять подобную информацию кому-либо, включая биржу.

Классический пример такого отношения корпораций, которое господствовало вскоре после окончания гражданской войны, по отношению к предоставлению информации о делах корпорации приводится Шульцем². В 1866 г. железнодорожная компания послала на Нью-Йоркскую фондовую биржу в ответ на запрос о предоставлении отчета о делах компании письмо следующего содержания:

«Delaware Lackawanna & Western R.R.Co» не дает и не публикует отчетов, и не делала ничего подобного в течение последних пяти лет.

А.К.Оделл, казначей

Перед 1900 г. биржа добилась небольшого успеха, заручившись договоренностью с компаниями о предоставлении ежегодных отчетов об их положении. Однако примерно в то же самое время на биржу стали поступать заявления, которые показывали очевидность для некоторых корпораций составления ежегодных отчетов о положении дел и отмечали, что Комитет по котировочному листу акций «осторожно пытается заставить промышленные компании согласиться публиковать ежегодные отчеты и включить в них балансовый отчет и отчет о прибылях и убытках»³. Коммунальные и железнодорожные компании очень неохотно принимали подобные требования. Действительно, ни один случай включения акций железнодорожных и коммунальных компаний в курсовой бюллетень в 1900—1910 гг. не сопровождался предоставлением ежегодных отчетов или хотя бы какими-либо отчетами.

Вплоть до 1910 г. на бирже существовал отдел не включенных в котировочный список ценных бумаг, где осуществлялась торговля акциями большинства промышленных компаний. Этот отдел не требовал включения акций в котировочный список; следовательно, трудно было ожидать каких-либо отчетов. Этот отдел был упразднен 1 апреля 1910 г., и большинство компаний из этой категории обратилось за полным включением своих акций в котировочный список. После 1910 г. биржей был достигнут некоторый прогресс в вопросах обеспечения согласия компаний предоставлять отчеты о финансовом положении, создавать конторы по трансфертам и регистрации акций в Нью-Йорке, не спекулировать ценными бумагами компании, информировать биржу об эмиссиях, правах акционеров на покупку акций других эмиссий на льготных условиях и подпiske на них и не ликвидировать свое участие в акциях дочерних компаний без предупреждения. Эти договоренности вовсе не были всеобщими; железнодорожные компании проявляли особенную медлительность при принятии мер по защите инвесторов.

К 1928 г. отношение корпораций к гласности их финансовых дел значительно изменилось по сравнению с более ранними годами. Поэтому биржа приняла решение проводить новую политику гласности в делах корпораций.

² B.E.Shultz, *The Securities Market* (New York: Harper & Row, 1946), p. 9.

³*Ibid.*, p. 17.

Она настаивала, чтобы все ежегодные финансовые отчеты выполнялись на основе ревизий, проведенных независимыми, имеющими соответствующий сертификат аудиторами. Биржа не могла заставить компании, акции которых котировались на бирже, делать это, однако она могла убедить их поступать именно так. Проводившаяся в течение пятилетнего периода политика была в целом успешной и знаменовала важный шаг вперед в области норм включения акций в котировочный список. К 1931 г. 83% всех компаний, акции которых котировались на бирже, одобрили эту политику. Однако отдельные компании противостояли ей.

В апреле 1932 г. биржа сделала обязательным свое решение 1928 г. о независимом аудите для всех новых компаний, которые подавали заявки на включение их акций в курсовой бюллетень. При этом были определенные исключения. Под эти исключения попадали железнодорожные компании, поскольку у них уже действовала система единообразных бухгалтерских отчетов, предписанная Комитетом по межштатному транспорту и торговле. Не было необходимости с практической точки зрения настаивать в определенных случаях на подобной процедуре; например, для подачи заявки правительством при включении в котировочный список одной из своих эмиссий облигаций или для компаний, акции которых уже находились в нем.

В 1933 г. было проведено важное испытание норм включения акций в котировочный список биржи. Биржа решила провести проверку одной крупной промышленной корпорации, которая относилась особенно враждебно к решению 1928 г. о предоставлении полных финансовых отчетов о состоянии дел. В то время эта корпорация представляла большую финансовую тайну для широкой общественности. Она публиковала баланс и отчет о прибылях и убытках, однако они не удовлетворяли ни биржу, ни инвесторов. Компания выражала резкое несогласие по поводу любых предложений предоставить полную информацию о своих делах. Ее позиция была выражена в письме руководству биржи следующими словами: «Руководители биржи не несут никакой ответственности перед акционерами компании по вопросам информации, которая должна быть опубликована относительно ее дел, и не имеют права определять, в чем в этой связи заключаются главные интересы акционеров»⁴.

Однако биржа также твердо отстаивала свою позицию. Она отказалась принять аргумент, что раскрытие всей информации означает нанесение ущерба компании или ее акционерам или что это могло бы означать раскрытие коммерческих секретов конкурирующим компаниям в стране или за границей. В окончательном открытом заявлении компания удовлетворила требования биржи, и ее акции остались в котировочном списке. В настоящее время эта корпорация является образцом предоставления информации о своих делах. Созданная через несколько месяцев Комиссия по ценным бумагам и биржам ввела обязательное предоставление заверенных независимыми лицами отчетов о финансовом положении для всех компаний, зарегистрированных на национальных фондовых биржах. Государственное учреждение — Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC) — совершила «за ночь» то, к чему биржа — частное учреждение — стремилась в течение многих лет.

⁴ New York Stock Exchange, *Supplement to the Special Report of the Committee on Stock List, April 26, 1933.*

Другая важная норма включения акций в котировочный список биржи касается права голоса по акции. С 1926 г. биржа отказалась давать котировку обыкновенных акций, которые не дают права голоса. В течение 20-х годов определенной тенденцией в финансовой политике корпораций была эмиссия различающихся по статусу обыкновенных акций, так называемых акций класса «А» и класса «Б». Акции класса «А», принадлежавшие широкой публике, характеризовались отсутствием права голоса. Акции класса «Б», принадлежавшие руководителям компании и банкирам, содержали все права голоса, часто без обязательств инвестиционного характера. Таким образом, акции зачастую предоставлялись должностным лицам и банкирам компании бесплатно. Тем самым вкладывающие капитал были исключены из процесса голосования. В конечном счете Нью-Йоркская фондовая биржа запретила включение подобных акций в котировочный список, хотя некоторые из них можно по-прежнему найти на внебиржевом рынке и некоторых других биржах.

Биржа предприняла также шаги, требуя от корпораций, акции которых были включены в курсовой бюллетень, предоставлять акционерам регулярные финансовые отчеты, как ежеквартальные, так и годовые. Кроме того, от корпораций, зарегистрированных на бирже, требуется применять разумные и логичные бухгалтерские стандарты. Несмотря на то что это не может рассматриваться как особое событие, во время принятия этого решения (в 1938 г.) такая политика считалась революционной.

С позиций сегодняшнего дня подобные нормы могут показаться минимальными и не являться чем-то исключительным. Причиной такого представления является то обстоятельство, что федеральное правительство через SEC и полномочия, данные ей по Закону о ценных бумагах и биржах 1934 г., приняло еще более жесткие требования по отношению к публичным корпорациям. Однако Нью-Йоркская фондовая биржа продемонстрировала в течение длительного времени заботу об инвесторе, и подобная забота в значительной степени предвосхищала законодательные требования.

ТРЕБОВАНИЯ ПРИ ВКЛЮЧЕНИИ АКЦИЙ В КУРСОВОЙ БЮЛЛЕТЕНЬ

Нью-Йоркская фондовая биржа имеет определенные минимальные требования, которым должна соответствовать любая корпорация, желающая включить свои акции в курсовой бюллетень. Существует и несколько субъективных критериев, которые также важны, хотя они и не столь важны по сравнению с основными требованиями. В число таких субъективных критериев включены: (1) степень национального участия в акциях; (2) положение и стабильность компании в своей отрасли; (3) характер отрасли, в которой она действует: развивается ли эта отрасль? Можно ли сохранить свое относительное положение внутри отрасли? Биржа проявляла небольшую заинтересованность в случаях краткосрочных, зачастую головокружительных взлетов некоторых компаний, особенно из высокотехнологичных отраслей, в которых их стремление к постоянному росту пользуется дурной славой и вызывает подозрение.

Прибыль

Компания должна продемонстрировать свою прибыль одним из двух способов. Во-первых, она должна была получить 2,5 млн дол. (до вычета налогов) за последний год и не менее 2 млн дол. в каждом из двух предыдущих годов. Альтернативный метод состоит в необходимости получения совокупной прибыли за три последних налоговых года в размере не менее 6,5 млн дол., причем за последний год она должна быть не менее 4,5 млн дол. В течение всех трех последних лет компания должна получать прибыль, однако альтернативный метод позволяет прибыльной компании «роскошь» лишь в одном году.

Рыночная стоимость акций публичных корпораций

С учетом корректировок рыночная стоимость подобных акций должна составлять от 9 млн до 18 млн дол. У биржи не возникает проблем при включении в котировочный список новых компаний, которые превышают верхнюю границу этих пределов, например «British Telecommunication*». Упомянутая корректировка связывает рыночную стоимость с изменениями индекса курсов акций NYSE. Если кандидату не повезло и он подал заявку непосредственно перед резким падением цен на рынке, то подходившая под прежние требования корпорация могла внезапно оказаться не соответствующей требованиям для включения в котировочный список. Некоторая защита против подобных непредвиденных обстоятельств предоставляется путем снижения порога в 18 млн дол. пропорционально падению цен на рынке. Если индекс снизился на 6%, то пороговая стоимость должна быть снижена до 16,92 млн дол., однако нижняя граница в 9 млн дол. должна оставаться неизменной при всех обстоятельствах.

Чистые материальные активы

Корпорация должна продемонстрировать чистые материальные активы в размере не менее 18 млн дол. Однако больший упор делается на рыночную стоимость котируемых акций, поэтому недостаточная величина активов может быть компенсирована стоимостью акций выше минимального предела.

Количество акций

Минимальное требование к количеству акций — 1100 тыс. акций. NYSE в течение длительного времени сохраняла запрет на включение в котировочный список обыкновенных акций, не дающих права голоса, или акций с непропорциональным весом голосов. Однако в декабре 1989 г. биржа изменила свою политику в отношении прав голосования в результате принятия правила 19c-4 SEC. Это правило предназначалось для защиты прав существующих акционеров. Это было сочтено необходимым из-за потенциального лишения их привилегий в результате реструктуризации некоторых корпораций в 80-х годах. В особенности некоторые сделки по выкупу контрольного пакета акций за счет кредита оставляли акционеров после завершения выкупа в положении «бери ее или уходи».

В настоящее время акции, не дающие владельцу право голоса, могут быть включены в котировочный список при условии их соответствия критериям SEC о раскрытии важной финансовой информации. Таким образом, существенная финансовая и другая информация, которая доступна владельцам акций, дающих право голоса, должна также стать доступной владельцам акций, не дающих право голоса. Крупнейшей подобной компанией, включенной до настоящего времени в котировочный список, стала «Reader's Digest Association Inc.» с акциями класса «А».

Распределение акций

Должно быть либо: (1) 2000 владельцев, у каждого из которых не менее 100 акций, либо (2) 2200 акционеров в совокупности и средний ежемесячный объем торговли акциями на предшествовавшем рынке в 100 тыс. акций за последние 6 месяцев.

Требования к иностранным акциям для включения в котировочный список

NYSE приветствует присутствие иностранных акций в котировочном списке. Альтернативные требования для включения этих акций в этот список признают различия в условиях бизнеса за границей. Помимо учета их относительного размера иностранные акции часто бывают на предъявителя, что затрудняет установление степени распыления собственности в соответствии с требованиями биржи. В подобных случаях биржа принимает свидетельства организации-члена, что для данных акций существует ликвидный рынок. Основные требования следующие:

Число акционеров, имеющих полные лоты (не менее 100 акций) —	5000
Рыночная стоимость акций —	100 млн дол.
Чистые материальные активы —	100 млн дол.
Доход до вычета налогов —	100 млн дол.
	(в совокупности за три последних года; не менее 25 млн дол. в любом из трех последних лет)

Эти цифры основываются на мировых показателях.

За исключением канадских акций, иностранные акции наиболее часто включаются в котировочный лист в виде свободно обращающихся расписок на иностранные акции, депонированных в банке США (ADR) или американских депонированных акций, которые обеспечивают свободу обращения. Если в котировочный список вносятся реальные акции, то NYSE требует, чтобы по подобным акциям была возможность их передачи одним владельцем другому, права на распределение дивиденда и общие характеристики, равные ADRs.

Варранты

Если обыкновенные акции уже включены в котировочный список, то NYSE может также разрешить включение в котировочный список варрантов на покупку этих акций. До 1970 г. NYSE не включала варранты в котировочный список, исходя из общего предположения, что они по своей природе слишком спекулятивны. Варранты могут быть включены, если сроки их погашения составляют от 3 до 10 лет и распределение собственности на них аналогично соответствующим акциям. Цена использования не может быть «значительно выше» цены обыкновенных акций во время эмиссии. Они не должны превышать 20% числа акций, находящихся в обращении, если другое решение не одобрено акционерами. На конец 1990 г. насчитывалось 17 эмиссий варрантов, котируемых на NYSE. Эти эмиссии в сумме составили 232 млн варрантов с рыночной стоимостью 2192 млн дол.

Лишение котировки

Лишение котировки никогда не было автоматическим процессом. Биржа резервирует за собой право приостанавливать или лишать котировки акции в любой момент, когда продолжение совершения сделок будет «сочтено нецелесообразным». Такое могло произойти даже при выполнении минимальных требований. Основания для лишения котировки следующие:

**менее 1200 акционеров, владеющих полными лотами,
менее 600 000 акций, находящихся в публичном обращении,
рыночная стоимость менее 5 млн дол.**

Кроме того, любое нарушение соглашения с биржей о включении акций компании в котировочный лист является основанием для лишения котировки. В число подобных нарушений могут входить предоставление ненадлежащего отчета о прибылях и ложной финансовой информации, неправильное ведение дел с доверенностями или создание класса обыкновенных акций, не имеющих права голоса.

Если корпорация совершает одно из этих нарушений, то биржа посылает ей уведомление о слушании дела для рассмотрения вопроса. Если свидетели на слушании покажут, что продолжение совершения операций с котируемыми акциями не соответствует интересам акционеров, то формальное уведомление посылается как корпорации, так и в Комиссию по ценным бумагам и биржам.

КОНСОЛИДИРОВАННАЯ СИСТЕМА ИНФОРМАЦИИ О КУРСАХ АКЦИЙ

Метод отчета о торговых сделках с акциями, котируемыми на бирже, иногда по-прежнему носит название «тикер» (биржевой аппарат, передающий котировки ценных бумаг) или попросту «лента». В действительности тикерная лента уже больше не используется. То, что выставляется в окнах на нижнем

этаже Бродвея во время демонстрации тикерной ленты, не является брокерской тикерной лентой; этот аппарат специально привезен из компьютерного центра в Коннектикуте. Действительно, всегда находчивые обитатели Уолл-стрит забрасывали улицы различным бумажным мусором, включая бланки приказов и даже туалетную бумагу. В качестве примера можно привести случай, когда бейсбольная команда «New York Mets» выиграла Кубок мира и ее приветствовали тикерной лентой. Эта идея обладает по-прежнему большой привлекательностью. Можно видеть мультфильмы, в которых толстые господа в костюмах-тройках пронизательно кивают головами, все время попыхиывая огромными сигарами, во время просмотра ленты толщиной в $\frac{1}{4}$ дюйма, которая движется между их пальцев. Если с современной точки зрения обычное восприятие биржевого брокера выглядит несколько глупым, то восприятие ленты уже устарело. Тем не менее лента имеет интересную историю и по-прежнему жизненно важно ее наличие, даже если это наличие уже полностью электронное.

Происхождение тикерной ленты

Биржевой телеграф (тикер) был разработан в 1867 г. И.А.Калаханом, служащим NYSE⁵. Причина его появления не совсем ясна; в одном месте считают, что это произошло в результате того, что клиенты требовали проверки искусства и скорости⁶, с которыми брокеры выполняли приказы в операционном зале биржи⁶. До использования тикера биржа разрешала посетителям посещать галерею, и наблюдателям была предоставлена возможность наблюдать за тем, как брокеры выполняют их приказы. Очевидно, это был неудовлетворительный метод.

До 1867 г. испытывалось еще одно средство. Это была интересная практика «выкрикивания чисел»; ряд мальчиков-посыльных должен был собирать числа на бирже и спешить из одной брокерской фирмы в другую, выкрикивая самые последние цены. Изобретение биржевого телеграфа привело к появлению «технологической» безработицы среди этой группы надоедавших лиц.

Первый биржевой тикер был медленным и несовершенным, и даже крикуны чисел могли взирать на него с презрением. Сбои в его работе были частыми и приводили к конфузам. Однажды тикер на Золотой бирже сломался. Молодой человек в возрасте 22 лет, недавно уволенный со своей прежней работы разносчика газет в поездах из-за своей необычной привычки проведения опытов в самодельной химической лаборатории в багажном вагоне, временно проживал в бойлерной комнате на бирже. Ему удалось отремонтировать неисправный тикер, и его тут же взял на работу с заработной платой в размере 300 дол. в месяц в качестве управляющего цехом по производству биржевых тикеров владелец фирмы по оказанию тикерных услуг. За короткое время этот молодой механик повысил эффективность тикера и впоследствии был по-царски вознагражден суммой в 40 тыс. дол. Это был Томас А. Эдисон, который впоследствии стал одним из крупнейших американских изобретателей.

⁵ J.E.Meeker, *The Work of the Stock Exchange* (New York: Ronald Press, 1930), p. 596.

⁶ *The Security Markets* (New York: Twentieth Century Fund, 1935), p. 251.

Усовершенствование тикера

Первые тикеры вполне прилично справлялись со своей нагрузкой, но были несовершенными по современным стандартам. Они стали неспособными передавать информацию в конце 20-х годов, когда в день продавалось по 4 млн акций, несмотря на многократные попытки повысить эффективность и сократить количество данных, появлявшихся на ленте.

Новая система тикера могла передавать до 500 знаков в минуту в отличие от 285 знаков, которые обеспечивал старый аппарат. Новая система была установлена в самом конце 20-х годов, но, к сожалению, слишком поздно после появления потребности в ней для передачи огромной информации о рынке в 1929 г., включая те лихорадочные дни октября, когда рынок закрылся. Абсолютный рекорд опоздания информации на ленте был установлен 24 октября 1929 г., когда информация на ленте поступила с опозданием на четыре часа и восемь минут. В тот день был установлен и новый рекорд для того времени по объему торговли — 12 880 900 акций. Через пять дней, когда рынок побил все рекорды и было продано 16 388 700 акций, информация на тикере поступила с опозданием только на один час и 31 минуту. Даже новый высокоскоростной тикер, после того как он был установлен, не всегда справлялся с передачей информации в дни исключительно активного рынка. В июле 1933 г. информация на тикере поступила с опозданием на полчаса при дневном объеме 9 573 000 акций. Современная система тикера приспособлена для передачи информации о рынке, на котором может продаваться до 200—250 млн акций в день при условии, что этот объем достаточно равномерно распределен по времени. Однако резкое увеличение объема продаж вызывает опоздание информации на тикере.

С годами усовершенствование тикера привело к повышению способности брокеров предоставлять своим клиентам самую свежую информацию о ценах. Печатающее устройство, которое позволяло передавать 500 знаков в минуту, оставалось стандартным до начала 60-х годов. Резко возросшие объемы в этот период привели к введению некоторых экспериментальных устройств, одно из которых могло печатать от 900 до 1200 знаков в минуту на вертикально движущейся ленте. В декабре 1964 г. на Нью-Йоркской фондовой бирже было торжественно введено в строй устройство, печатавшее 900 знаков в минуту. К этому времени тикер почти достиг пределов возможностей электромеханической обработки информации. Наконец, 19 января 1976 г. биржа ввела в действие новую компьютерную систему, способную передавать 36 тыс. знаков в минуту. Однако объем торговли также быстро увеличивался, и поэтому появилась необходимость опускать цифры или отчеты об объеме, когда рынок несся с бешеной скоростью.

Лента больше не является единственным источником текущей информации. Любой брокер, сидящий за своим столом, может нажать несколько клавиш на клавиатуре компьютера и мгновенно вызвать на экране монитора данные о последней продаже, текущей котировке цен продавцов и покупателей и текущем объеме. Многие из этих аппаратов также постоянно показывают информацию в верхней части экрана. Оборудованные по последнему слову техники брокерские конторы полностью обходятся без ленты и табло,

на которых электронными (или механическими) средствами дается информация о популярных акциях и которые размещены перед каждой конторой. Обычно в конторах перед этими информационными устройствами стояло несколько рядов стульев, на которых клиенты могли сидеть и наблюдать за рыночной активностью. Безусловно, во времена до введения таких комнат с табло, это табло в действительности *было* просто доской в виде классной доски, на которой молодые служащие конторы выводили с помощью мела последние изменения в ценах. Многие ветераны Уолл-стрит начинали свою работу в брокерских фирмах именно с этой функции.

В 1974 г. NYSE стала впервые передавать информацию о сделках с 15 эмиссиями акций, когда они совершались на одной из региональных бирж, а также на самой бирже. Полная консолидация началась 16 июня 1975 г. В это время лента обозначала информацию о сделках на региональных биржах с теми акциями, чей первичный рынок находился на NYSE, путем использования знака & вслед за символом, обозначающим эту биржу. Например, надпись IBM & M обозначала сделку с акциями international Business Machines на Фондовой бирже Среднего Запада. Впоследствии информационная способность была усовершенствована настолько, что подобное обозначение уже не требовалось и опускалось.

Обозначение эмиссий акций

Акции, котируемые на NYSE, могут иметь символы, включающие от одной до четырех букв, которые обозначают их на ленте. Обыкновенные акции обозначаются одной, двумя или тремя буквами, а некоторые привилегированные акции классифицируются при помощи различных букв, добавляемых к символу корпорации. Например, привилегированные акции класса M «Pacific Gas and Electric» (PCG) обозначаются на ленте как PCG Pг M, чтобы отличить их от 20 других эмиссий привилегированных акций этой фирмы, котируемых одновременно на бирже.

В течение длительного времени небольшое число компаний использовало отличительный символ, состоящий из одной буквы. Безусловно, среди них наиболее известна T, обозначающая «American Telephone and Telegraph», американскую корпорацию, акции которой принадлежат рекордному числу акционеров, достигающему почти 3 млн человек. Почти так же хорошо известны X («U.S.X; Corp.»), S («Sears Roebuck»), C («Chrysler»), F («Ford Motor») и Z («Woolworth»).

Иногда символ, состоящий из двух букв, четко обозначает компанию, что понятно даже новичку. Немногие столкнутся с затруднениями при идентификации «печатных букв» GM, GE или даже VO («Seagram»). Однако часто трудно сразу же распознать связь с конкретной компанией, например DD («DuPont») или WX («Westinghouse»). Количество символов, состоящих из одной буквы, ограничено по объективным причинам, а количество символов, состоящих из двух букв, намного больше и равняется примерно 200.

Большинство котируемых акций имеет символы, состоящие из трех букв. Этот тип обозначения был популярен среди новых компаний, включенных в котируемый список, поскольку он позволяет идентифицировать акции на

рынке. Инвесторы быстро обратили внимание на появление «Anheuser Busch» по ее символу BUD, когда она, наконец, оказалась включенной в курсовой бюллетень NYSE после многих лет пребывания на внебиржевом рынке. Подобное распознавание также позволяет определить крупных и хорошо известных эмитентов, представленных следующими обозначениями: DOW, IBM, XRX, CBS, MMM и XON, хотя ветераны рынка с трудом связывают последнее обозначение с предыдущим символом J для «Standard Oil Company (New Jersey)».

Иногда символ сохраняется даже после того, как корпорация изменила свое название так, что этот символ практически никак не связан с современным названием. Тем, у кого короткая память, трудно найти связь между символом TGT и «Теппесо». В свое время компания называлась «Tennessee Gas Transmission Company», которая первоначально была владельцем газопровода. Поскольку компания занялась прочими видами деятельности, ее название было изменено, но широко известный символ сохранился. Почти то же самое можно было бы сказать о символе FNB, используемом «First Chicago Corp.», которая раньше просто называлась «First National Bank of Chicago».

Отчеты о продажах и объеме

Обыкновенные акции всех крупных компаний на NYSE продаются «полными лотами» или просто лотами, состоящими из 100 акций. О выполнении приказа о покупке или продаже 100 акций на ленте сообщается в виде символа компании, за которым следует цена, например GM 80. Когда сообщается об операциях с лотами, кратными 100 акциям, с числом акций менее 10 000, то опускаются два последних нуля, которые заменяются буквой «s». Следовательно, запись IBM 50s 147 обозначает 5000 акций IBM по цене 147 дол. за акцию. Сделка с 10 000 акциями или большим их числом приводится в отчете полностью и с сохранением буквы «s», которая в данном случае попросту разделяет объем и цену: следовательно, UTX 25000s 53 обозначает 25 000 акций «United Technologies» по цене 53 дол. Следует отметить, что на ленте используются точки вместо запятых.

Повтор дроби после отчета о выполнении приказа обозначает еще одну сделку со 100 акциями по указанной цене, которая была совершена сразу же после первого отчета. Например, MO 2s 60 ^{*/i} ^{*/%} означает 200 акций «Рышр Morris» по цене 60 ^{*/i} дол., за которыми последовали 100 акций по цене 60 ^{*/s}.

Акции «поста 30»

Торговля некоторыми относительно неходовыми акциями производится на «посту 30» в операционном зале NYSE. Из-за их недостаточного оборота специалистам разрешено осуществлять операции полными лотами, состоящими из партий по 10 акций. Когда о подобных акциях сообщается на ленте, они сопровождаются разъяснительным обозначением «ss» с целью обозначения торговли лотами по 10 акций. Следовательно, ED PrC 2ss 53 обозначает 2 лота, состоящих из партий по 10 акций, привилегированных акций класса C

компании «Consolidated Edison». На Американской фондовой бирже некоторые эмиссии акций продаются полными лотами по 25 или 50 акций и соответствующим образом обозначаются на ленте этой биржи.

Запоздавшие отчеты о сделках

Когда сделка выбивается из естественной последовательности на ленте, то об этом сообщается при помощи символического кода SLD. Таким образом торговцы получают предупреждение, что отчет об этой сделке оказался не на своем месте, что может иметь значение для торговца, стремящегося к «плюс тик» при «короткой» продаже или к выполнению лимитного приказа. Поскольку торговцам на «третьем рынке» Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам разрешается печатать сообщение о сделке в течение 90 секунд после ее выполнения, то о ряде подобных сделок сообщается именно таким способом. Типичное обозначение «вводящей в заблуждение продажи» появляется в виде S. SLD 48, что означает сделку со 100 акциями «Sears Roebuck» по курсу 48, но сделка находится не на своем надлежащем месте в последовательности на ленте.

Сделки на условиях «исключая дивиденд»

В те дни, когда акции продаются на условиях «исключая дивиденд», их рыночная цена при открытии биржи снижается на сумму дивиденда или до округленной в большую сторону одной восьмой части пункта в том случае, если сумма дивиденда не соответствует обычным долям пункта в 12,5 цента. В дни продажи на условиях «исключая дивиденд» это снижение цены на акции обозначается следующим способом: FNB.XD 6s 29 (сделка с 600 акциями «First Chicago Corp.» на условиях «исключая дивиденд» по курсу 29).

Исправление ошибок

С учетом обычного объема дневной торговли ошибок мало. Большинство ошибок обнаруживается незамедлительно и исправляется следующим образом: COR.2.SLS.BK EK 10s73 WAS 8s73. Объем сделки с 1000 акциями «Eastman Kodak», о которой сообщалось двумя продажами ранее, в действительности составил 800 акций.

Прочие обозначения

Среди прочих сокращений на ленте иногда встречаются RT (права акционера на покупку акций из новых выпусков на льготных условиях), WT (варранты) и WI («после выпуска»). Когда права акционера на покупку акций из новых выпусков на льготных условиях продаются на бирже, период торговли короткий и редко превышает несколько недель. Варранты, как было замечено выше, иногда появляются на Нью-Йоркской фондовой бирже, а на Американской фондовой бирже обычно бывает много эмиссий варрантов. WI используется в течение тех периодов времени, когда акции одной компании

можно приобрести по двум различным ценам. Это обычно происходит в течение короткого периода между днем регистрации и датой на условиях «исключая дивиденд» во время дробления акций или выплаты дивиденда акциями, когда «после выпуска» обозначает новые акции с более низкой ценой. После даты выплат по новым акциям это обозначение опускается, поскольку все акции продаются затем по единой цене.

Консолидированная отчетность

Лента в действительности включает обычно две сети: А и В. Последняя сообщает обо всех сделках на Американской фондовой бирже. Лишь с относительно немногими акциями, котируемыми на Атех, регулярно совершаются сделки на других рынках. Однако когда акции котируются на NYSE, с ними могут совершаться сделки в довольно значительном объеме на любой другой бирже в США (за исключением Атех) и даже на внебиржевом рынке, на так называемом «третьем рынке». Обо всех сделках с обыкновенными акциями, котируемыми на NYSE, должно быть сообщено в консолидированной системе информации о курсах акций вне зависимости от того, где реально произошла сделка. Не существует способа отдельно сообщать на ленте, где была заключена сделка, и, с точки зрения инвестора, это не имеет большого значения. Эта консолидированная система информации о курсах акций является крупным шагом в направлении объединенной национальной рыночной системы, о которой конгресс внес предложение (не очерчивая ее границы) в поправках к Закону о ценных бумагах 1975 г.

8

ПРОЦЕДУРА ЗАКЛЮЧЕНИЯ СДЕЛОК. ВИДЫ ПРИКАЗОВ И ИХ ИСПОЛЬЗОВАНИЕ

Опытные инвесторы, торговцы или брокеры на фондовом рынке обычно используют лишь несколько видов приказов о покупке и продаже, однако полезно ознакомиться со всеми их видами. Необходимо знать свои права и обязанности и те результаты, которые можно ожидать от различных приказов. Надо понимать, как приказы обрабатываются на рынке. Подобное знание не только приносит доход, но и помогает избежать недоразумений.

Классификация

Существует много видов приказов. Некоторые из них используются так редко, что здесь их не стоит подробно рассматривать. Следует отметить, что отдельные биржи не разрешают использовать определенные типы приказов. Иногда какой-либо тип приказа запрещен временно, поскольку очень высокая активность на рынке не позволяет обработать их надлежащим образом. Несмотря на свою неполноту, следующая классификация охватывает все типы приказов, которые обычно используются:

1. Размер приказа

- а. Полный лот
- б. Неполный лот

2. Тип сделки

- а. Покупка
- б. Продажа
 - 1. «Длинная»
 - 2. «Короткая»

3. Ценовые пределы

- а. Рыночный (о покупке или продаже ценных бумаг)

- б. Лимитный (ограниченный условиями)

4. Ограничения по времени (срочные)

- а. На один день
- б. На неделю (недельный)
- в. На месяц
- г. Открытый или «до отмены» (действующий до момента исполнения приказа или распоряжения его отмене)

5. Специальные типы приказов

- а. «Стоп» (продавать или покупать по рыночной цене, как только она

достигнет определенного уровня)	л. Условный
б. Лимитный «стоп»	м. «Свитч»
в. В момент открытия рынка	н. Со шкалой цен
г. В момент закрытия рынка	о. С оплатой наличными
д. «Дискреционный» (на усмотрение брокера)	п. «Отменить»
е. «Исполнить немедленно или отменить»	1) «С прямой отменой»
ж. «Исполнить или отменить»	2) «Отменить предшествующий приказ»
з. «Только в полном объеме»	
и. «Цену не снижать»	
к. Альтернативный	

6. Прочие приказы только в случае неполных лотов

РАЗМЕР ПРИКАЗОВ

Полные лоты и неполные лоты

Все сделки с акциями в операционных залах бирж разделяются на сделки с полными лотами и неполными лотами. Фактором, который их разделяет, является *стандартная единица (или минимальное количество акций, являющееся единицей торговли на бирже)*. *Полный лот (или лот)* — это минимальное количество, являющееся стандартной единицей, или некоторое кратное ей количество. *Неполный лот* — это количество, которое меньше числа акций, которые необходимы для того, чтобы составить стандартную единицу.

В операционном зале NYSE имеется 15 «постов» торговли ходовыми акциями. На этих «постах» стандартную единицу составляют 100 акций почти для всех эмиссий. На них заключаются сделки по примерно 1500 наиболее ходовым эмиссиям акций. Несмотря на то что сделки со 100 акциями являются самым обычным типом, приказы часто касаются покупки или продажи сотен или тысяч акций.

Для неходовых акций стандартная единица составляет 10 акций. Это обычно привилегированные акции, для которых характерен относительно небольшой объем сделок, большинство которых совершаются на «посту 30». Из-за высокой цены и более медленного оборота биржа согласна на стандартную единицу в 10 акций.

На Нью-Йоркской фондовой бирже неполный лот для партий акций, состоящих из 100 акций, включает от 1 до 99 акций. Для эмиссий со стандартной единицей 10 акций неполный лот составляет от 1 до 9 акций. На других биржах полные лоты иногда включают 25 или 50 акций, и в этих случаях неполные лоты составляют соответственно от 1 до 24 и от 1 до 49 акций.

¹ Кроме таких неясных приказов, как приказ продавать па цене, которая выше предшествующего уровня, приказ продавать по цене, которая ниже предшествующего уровня, приказ «отвечать, но не предлагать самому», не упоминаются специальные приказы в области фьючерсов, например приказ о совершении сделки, если цена достигнет оговоренного уровня, приказ «продавать и вновь покупать» и прочие приказы.

Биржи могут разрешить поступление только крупных приказов или приказов о покупке или продаже полных лотов на рынки устойчивой публичной продажи акций в своих операционных залах. С целью обеспечения достаточно упорядоченных и быстрых рыночных операций появилась необходимость установления стандартного набора правил для выполнения приказов по неполным лотам.

Покупатели акций, которые совершают сделки с неполными лотами, обычно так и поступают, так как размер их инвестиционных фондов исключает возможность приобретения полных лотов, однако иногда покупатели, которые обычно покупают полные лоты, приобретают неполные лоты акций с высокой ценой для обеспечения сбалансированности своих портфелей. Покупатели неполных лотов обычно считают, что цена для них при пересчете на одну акцию выше, чем для покупателей полных лотов. Это верно отчасти потому, что структура комиссионных у большинства брокеров благоприятствует полным лотам, а также потому, что покупатели неполных лотов занимают более слабые позиции. При обсуждении размера комиссионных со своими брокерами.

ТИПЫ СДЕЛОК

Приказы о покупке и продаже

Приказ о покупке обычно размещается клиентом, который ожидает повышения цен. Подобный приказ может представлять появление новой позиции или покрывать «короткую» позицию (удачную или неудачную). В первом случае о позиции клиента говорится, что она «длинная», а во втором — что позиция превратилась из «короткой» в обычную².

Клиенты, которые размещают приказ о продаже, осуществляют либо «длинную», либо «короткую» продажу. Если они осуществляют «длинную» продажу, они ликвидируют «длинную» позицию. Они или достигли своих целей, или уменьшили убытки при неудачных инвестициях, или надеются, что средства, реализованные в результате продажи, могут иметь лучшее применение в другом месте. Осуществляющие «короткую» продажу обычно ожидают снижения цены, хотя имеются и другие мотивы для «короткой» продажи, которые будут рассмотрены ниже в этой главе.

ЦЕНОВЫЕ ПРЕДЕЛЫ

Рыночные приказы

Рыночный приказ должен быть выполнен по наилучшей цене на момент поступления приказа в операционный зал.

Рыночные приказы являются наиболее распространенными среди всех приказов и, вероятно, превышают по количеству все другие приказы вместе взятые. Они имеют большую популярность среди крупных торговцев, про-

² Иногда приходится слышать термин «короткая» покупка». Он некорректный и бессмысленный. «Короткая» позиция ликвидируется путем покупки для покрытия обязательств по срочным сделкам или закрытия позиции.

фессиональных инвесторов, брокеров и институтов, чем среди публики, совершающей сделки с неполными лотами. Они также более обычны при выполнении приказов о продаже, чем приказов о покупке, по той очевидной причине, что продавцы желают продать быстро, а покупатели проявляют меньшее желание купить по текущим ценам. В некоторых случаях в периоды активных продаж на рынке 85% всех приказов являлись рыночными приказами.

К числу самых крупных преимуществ рыночного приказа относятся скорость и уверенность. Клиенты не определяют цену по приказу этого типа. Они только дают инструкции своим брокерам купить или продать немедленно по наилучшей цене, что означает самую высокую цену в случае рыночного приказа о продаже и самую низкую цену в случае рыночного приказа о покупке. Подобным приказам отдается приоритет в коммуникационных системах большинства брокеров. Любая задержка, в течение которой происходит изменение цен, неблагоприятное для интересов клиента, может считаться «невыполнением поручения клиента на оптимальных условиях» и ошибкой, относимой на счет отвечающей за эту операцию брокерской фирмы или персонала операционного зала. В условиях, если приказ не «приостановлен» специалистом в пользу клиента, рыночные приказы могут быть исполнены в течение нескольких минут после получения брокером.

Другое преимущество рыночного приказа состоит в том, что можно быть уверенным в его выполнении, за исключением таких редких обстоятельств, как прекращение торговли данными акциями или на бирже.

Лимитные приказы

Основной характеристикой лимитного приказа является то, что клиент заранее принимает решение о цене, по которой он желает совершить сделку. Он считает, что его цена является ценой, которая будет достигнута на рынке в течение приемлемого времени и будет ему выгодна. Он готов ожидать совершения сделки до получения своей цены даже с учетом риска, что его приказ может быть не выполнен в ближайшем будущем или вообще не выполнен.

При выполнении лимитного приказа брокер обязан исполнить его по предельной *или лучшей* цене. Лимитный приказ о покупке выполняется по предельной или более низкой цене; лимитный приказ о продаже — по предельной или более высокой цене. Если брокер может получить для своего клиента более благоприятную цену по сравнению с обозначенной, то он обязан это сделать.

Например, клиент желает купить 100 акций компании XYZ. Цена колеблется между 50 и 55. Клиент размещает лимитный приказ о покупке по 51, хотя текущая рыночная цена составляет 54. Возможно, что в течение приемлемого времени цена упадет до 51 и его брокер сможет обеспечить ему акции по этой цене. Если брокер может совершить покупку по цене ниже 51, *рн* обязан это сделать, поскольку клиент имеет право на наилучшую цену.

Или возьмем другой пример. Клиент желает продать 100 акций XYZ. Рыночная цена составляет 54. Лимитный приказ о продаже размещен по цене 56.

Как только рыночная цена достигнет 56, брокер выполнит его по цене 56 или выше, если это возможно. В любом случае приказ не будет исполнен по цене ниже 56.

Преимущество лимитного приказа состоит в том, что клиент имеет шанс совершить покупку по более низкой цене или продажу по более высокой цене по сравнению с рыночной ценой на момент размещения приказа. Клиент предполагает, что рыночная цена станет более благоприятной для него в будущем по сравнению с моментом размещения приказа. Важное значение имеет слово «шанс». Имеется также шанс, что приказ вообще не будет исполнен. Вышеупомянутый клиент, который хотел купить по 51, может никогда не дожидаться выполнения своего приказа, поскольку цена может не снизиться до этого уровня. Клиент, который хотел продать по 56, также может никогда не дожидаться выполнения своего приказа, поскольку цена на акции может не подняться до этого уровня за время действия приказа.

В условиях узкого, колеблющегося рынка некоторые считают выгодным размещать лимитные заказы. Если торговец полагает, что на рынке повышательная тенденция, то он опасается упустить цену. На рынке с понижающимися ценами потенциальный продавец также не размещает лимитные заказы о продаже по цене выше рыночной.

Фактором, вызывающим возражение и неудобства при использовании лимитных приказов, является опасность невыполнения поручения клиента на оптимальных условиях. Например, если при повышении цен на рынке приказ о покупке размещается по цене, которая на несколько пунктов ниже текущей рыночной цены, то он может никогда не быть исполнен, поскольку цены на рынке будут продолжать повышаться. Аналогично, если при снижении цен на рынке приказ о продаже размещается по цене выше текущей рыночной цены, то цены на рынке могут продолжать снижаться и приказ может никогда не быть исполнен. Трудно установить удовлетворительную предельную цену. Если предельная цена близка к текущей рыночной цене, то этот приказ имеет мало преимуществ по сравнению с рыночным приказом; если разрыв большой, то вероятность исполнения такого приказа невелика. Установление удовлетворительной предельной цены требует намного большего умения, чем обычно считается. Например, при повышении цен на рынке насколько ниже рыночной цены было бы разумно установить предельную цену в приказе о покупке?

Цены в лимитных приказах находятся в определенной связи с рыночной ценой. Лимитный приказ о покупке обычно размещается по цене ниже текущей рыночной цены, в то время как лимитный приказ о продаже размещается по цене выше рыночной.

Лимитный приказ никогда не становится рыночным приказом даже после продажи акций по предельной цене. Брокер должен всегда учитывать предельную цену и не может исполнить приказ, вне зависимости от цены, только потому, что рыночная цена сравнялась с предельной ценой. Имеется одно различие между лимитным приказом и приказом «стоп», который будет рассмотрен несколько ниже.

Как должен исполняться лимитный приказ, если брокер не может совершить покупку или продажу по предельной цене в тот момент, когда он полу-

чает этот приказ в операционном зале биржи? Немедленно после получения приказа в операционном зале брокер пытается выполнить приказ по предельной или лучшей цене. Зачастую это невозможно, хотя может создаться ситуация, что предельная цена была достигнута или пройдена к моменту поступления приказа в операционный зал, если предельная цена не слишком далеко отстоит от рыночной цены на момент поступления приказа в брокерскую контору. В случае если приказ не может быть исполнен немедленно, брокер размещает приказ у специалиста, который заносит его в «блокнот». Сами брокеры не могут заниматься одним приказом; у них имеются другие приказы для исполнения. Однако его можно оставить у специалиста, который готов выполнить его при первой предоставившейся возможности. Теперь брокер свободен для исполнения других приказов, которые можно выполнить сразу же.

Отметим, что все лимитные приказы время от времени могут исполняться по цене лучше предельной, но выражение «или лучшей» не должно включаться в приказ. Это выражение означает, что приказ отдан правильно, даже когда указанная в нем цена может не соответствовать текущей рыночной цене. Например, предположим, что торговля закрывается при цене акции 65. Клиент ожидает резкого повышения цены при открытии торговли на следующее утро, однако все же желает купить акции по 70. В этом случае брокер может передать лимитный приказ по цене «70 или лучшей» из своей конторы с целью указания брокеру, работающему в операционном зале, что приказ отдан правильно. В ином случае существует определенный риск, что брокер, работающий в операционном зале, может возвратит приказ, посчитав, что цена была указана неправильно или было ошибочно указано «купить», а не «продать». То же самое относится к лимитному приказу о продаже, в котором предельная цена заметно ниже цены последней продажи.

Не считая рыночных приказов, лимитные приказы являются наиболее популярными типами приказов, и на них приходится почти половина всех приказов, поступающих как по полным, так и неполным лотам.

ОГРАНИЧЕНИЯ ПО ВРЕМЕНИ

Приказы на день

Дневной приказ является приказом, срок действия которого автоматически истекает в конце дня поступления. Все приказы считаются приказами на день, если иное не оговорено клиентом. Они действуют только в течение дня поступления или той части дня, которая остается после поступления приказа. Рыночные приказы обычно являются приказами на день, но есть и исключения. На приказе может быть указано «при открытии рынка», если торговля была приостановлена и купля-продажа акций, которые должны быть куплены или проданы, может не возобновиться до окончания дня. Приказы о сделках с неполными лотами, для которых необходимо, чтобы до их исполнения была совершена сделка с полным лотом, могут также содержать указание «при открытии рынка». Лимитные приказы часто не являются приказами на день, хотя приказ, не имеющий других указаний, считается приказом на день.

Суть приказа на день состоит в том, что клиент считает, что условия сегодня оправдывают либо покупку, либо продажу. На следующий день на рынке могут произойти изменения, и другие факторы могут определить иной способ действий.

Некоторые клиенты предпочитают направлять приказ, который действует до обозначенного времени дня или указанной даты, и могут так поступать, если их брокеры сочтут подобные приказы приемлемыми. Однако большинство лимитных приказов отдается на неделю, на месяц или является открытым.

Приказы на неделю

Это приказы, срок действия которых истекает в конце календарной недели, а именно в пятницу в 16 часов. Специалисты могут не принимать их в операционном зале биржи. Однако брокеры могут принимать их, если они ничего не имеют против. Эти приказы встречаются редко. Нет никаких особых преимуществ при их размещении; большинство предпочитает открытые приказы.

Приказы на месяц

Это приказы, срок действия которых истекает после последнего торгового дня месяца. Специалисты могут не принимать их в операционном зале. Брокеры могут принимать их, и отдельные приказы размещаются. Вновь представляется, что у них нет никаких особых преимуществ по сравнению с открытыми приказами.

Открытые приказы

Открытые приказы, которые также называются приказами «до отмены», действуют до момента исполнения приказа или распоряжения о его отмене. Они остаются в силе до исполнения, отмены или момента, если брокер не подтвердит их специалисту в дни сверки. Этот тип приказа используется, когда клиенты полагают, что ход событий на рынке в конечном счете принесет им их акции по установленной ими цене. Они имеют причины быть уверенными в справедливости своих суждений и не проявляют спешки с исполнением своих приказов. Они знают, что хотят заплатить или получить, и согласны ждать неопределенное время.

Согласно практике, которая применялась раньше на бирже, подобные приказы не требовали подтверждения в течение длительного периода времени. Это не устраивало ни одну из участвовавших сторон. Клиент мог продать акции по рыночной цене в то время, пока старый открытый приказ оставался в силе. Если как клиент, так и брокер забудут отменить открытый приказ, то этот приказ мог быть исполнен позднее, и тогда клиент мог обвинить брокера в халатности, забыв отменить открытый приказ, а у брокера могло создаться впечатление, что у клиента есть дополнительные акции и причины сохранять действие приказа. В других обстоятельствах брокер может предположить, что открытый приказ должен быть отменен, и, только сделав это, обнаружить, что у клиента есть дополнительные акции, что приказ не надо было отменять и что поручение клиента не было выполнено. Согласно существую-

щим в настоящее время правилам открытые приказы должны регулярно подтверждаться при помощи специалистов. Если они подтверждены, то приказы сохраняют свой приоритет в блокнотах специалиста. Если они не получают подтверждения, они отменяются, должны быть направлены заново и тем самым теряют свой приоритет.

Подтверждения бывают двух видов. Биржа требует, чтобы открытые приказы подтверждались при закрытии торговли в дни периодического подтверждения, назначенные биржей. Срок действия подобных приказов автоматически истекает, если они не подтверждены или заменены специалистом новыми приказами. Брокеры могут запросить своих клиентов о подтверждении подобных приказов и обычно это делают с частыми временными интервалами, например ежемесячно или ежеквартально, что может быть чаще по сравнению с требованиями биржи.

Открытые приказы о покупке акций и о продаже «стоп» автоматически корректируются, если акции продаются на условиях «исключая дивиденд». Считается, что цена акций снижается на точную величину дивиденда на ту дату, когда акции продаются на условиях «исключая дивиденд». Например, если акции продаются по 80 и выплачивается ежеквартальный дивиденд в размере 1 дол., то предполагается, что их цена снизится на 1 дол. в тот день, когда акции продаются на условиях «исключая дивиденд». Соответственно, предельная цена покупки или продажи «стоп» по всем подобным открытым приказам понижается на величину дивиденда в тот день, когда акции продаются на условиях «исключая дивиденд». Если величина дивиденда не делится на минимальную величину колебания цены акции, которая обычно составляет 12,5 цента, то считается, что цена на акцию в результате ее снижения будет округлена в сторону уменьшения, а не в сторону повышения, даже если разница меньше. Например, если дивиденд составлял 26 центов на акцию, то цена по открытым приказам о покупке или приказам о продаже «стоп» должна быть снижена на три восьмых, а не одну четверть. Не производится снижения цен по открытым лимитным приказам о продаже или открытым приказам «стоп» о покупке.

Если брокер предпочитает принять очень необычные приказы на время, например на два или три дня, до указанного времени или определенной даты, то на брокера ложится ответственность по контролю за этими приказами, так как специалист в операционном зале биржи принимает только рыночные и лимитные приказы или приказы «стоп». Этот контроль требует обратить внимание не только на инструкцию о сроке истечения, но и на возможные корректировки цены, возникающие в результате продажи акций на условиях «исключая дивиденд».

СПЕЦИАЛЬНЫЕ ТИПЫ ПРИКАЗОВ

Приказы «стоп»

Важным типом приказов является приказ «стоп», или продавать или покупать по рыночной цене, как только она достигнет определенного уровня (иногда он ошибочно называется приказом о продаже акций по наилучшему курсу, но не ниже курса, указанного клиентом). Существуют два различных

типа приказов «стоп». Один из них — приказ «стоп» о продаже, а другой — приказ «стоп» о покупке. Оба этих типа имеют характер *приостановленного* рыночного приказа; он вступает в силу, если цена на акции сравнивается с определенной ценой или проходит через ее уровень. То обстоятельство, что рыночная цена достигает уровня «стоп-цены», т.е. цены, по достижении которой следует продавать или покупать, или проходит через него, заставляет брокера его исполнить аналогично рыночному приказу по наилучшей цене, которую только можно получить.

Приказ «стоп» о продаже становится рыночным приказом, когда акции продаются по «стоп-цене» или ниже ее уровня.

Приказ «стоп» о покупке становится рыночным приказом, когда акции продаются по «стоп-цене» или выше ее уровня.

Цена, используемая в приказе «стоп», имеет такое же отношение к текущей рыночной цене, которое прямо противоположно цене в лимитном приказе. Приказ «стоп» о продаже размещается с ценой, которая ниже текущей рыночной цены. Приказ «стоп» о покупке размещается с ценой, которая выше текущей рыночной цены.

Существует шесть обычно применяемых способов использования приказов «стоп». Два из них могут быть названы защитительными.

1. Защита существующей прибыли клиента при «длинной» покупке.
2. Защита существующей прибыли клиента при «короткой» продаже.

Проиллюстрируем первый способ защиты. Торговец покупает акции по 60. Их цена возрастает до 70. При сделке со 100 акциями его потенциальная прибыль составила 1000 дол. без учета расходов. Торговец считает, что тенденция на рынке может перемениться в результате изменений либо технических, либо фундаментальных условий. Поэтому торговец отдает брокеру приказ «стоп» о продаже по 69. Если тенденция действительно меняется и цена снижается до уровня 69 и ниже, то этот приказ немедленно становится рыночным приказом. Брокер избавляется от акций по наилучшей цене. Она может составлять ровно 69 или может немного отличаться в ту или иную сторону. Предположим, что брокер получил цену $68\frac{1}{2}$. Тем самым клиент получил валовую прибыль, составившую $8\frac{1}{2}$ пунктов, с первоначальной покупки, из которой должны быть, безусловно, выплачены комиссионные и налоги. Однако если бы этот приказ не был приказом «стоп», то цена на акции могла бы снизиться намного ниже «стоп-цены» 69 до того, как мог быть размещен и исполнен обычный рыночный приказ о продаже, а прибыль торговца могла бы значительно сократиться.

Аналогичная ситуация возникает при защите прибыли при «короткой» продаже. Приказ «стоп» о продаже размещается с ценой выше рыночной. Например, «короткий» продавец продает данные акции по 80. Его решение оказывается правильным, и цена акции снижается до 72. Валовая прибыль составляет 8 пунктов. Для защиты потенциальной прибыли от возможной перемены ценовой тенденции на рынке торговец размещает приказ о покупке по цене выше 72, например, по $72\frac{1}{2}$, и брокер осуществляет «покрытие» для «короткого» продавца по рыночной цене. Предположим, что приказ исполнен по цене $72\frac{3}{4}$. Тогда этот «короткий» продавец получает валовую прибыль в размере $7\frac{1}{4}$ пункта.

Два других способа использования приказа «стоп» являются превентивными.

1. Предотвращение или сокращение убытка при «длинной» покупке.
2. Предотвращение или сокращение убытка при «короткой» продаже.

Первый из них можно проиллюстрировать следующим примером. Клиент покупает 100 акций по 30. Анализ данной эмиссии приводит его к выводу, что в ближайшем будущем цена возрастет. Однако торговец понимает, что это суждение может быть ошибочным, и поэтому немедленно размещает приказ «стоп» о продаже по цене, которая ниже его цены покупки 30, например, по 29¹/₂. До сих пор не было ни прибыли, ни убытка; торговец только предпринимает меры по предотвращению убытка, который мог бы последовать в результате ошибочного суждения, и против падения цены. Если цена действительно понижается, то торговец закрывает свою позицию по цене около 29¹/₂ с валовым убытком ¹/₂ пункта или около того. Однако убыток мог бы быть значительно больше, если бы не был использован приказ «стоп».

Второй способ использования приказа «стоп» относится к «короткой» продаже. «Короткий» продавец продает 100 акций по ПО в надежде на то, что рыночная цена пойдет вниз. Затем он размещает приказ «стоп» о покупке, например, по 111. Если его суждение о рынке ошибочно и цена на акции повышется, то брокер закрывает позицию по 111 или близкой к этому уровню цене. Торговец проводит меры по предотвращению более крупного убытка, который бы мог произойти при повышении цены на рынке в результате использования более медленного и менее эффективного пути при размещении рыночного приказа о покупке.

Последние два способа использования приказов «стоп» являются техническими.

1. Появление на рынке во время повышения цены, чтобы сделать «длинную» покупку.
2. Появление на рынке во время снижения цены, чтобы совершить «короткую» продажу.

Предположим, что аналитик заметил, что рыночная цена в основном колеблется между 70 и 75. Он не уверен в возможном резком повышении цены и не желает связывать капитал, пока это не произошло. Аналитик мог бы направить приказ о покупке 100 акций при «стоп-цене» 76. Если цена акций достигает этого уровня, то 100 акций будут куплены по рыночной цене, предотвращая необходимость вызова брокера с шансом упустить быстрое повышение цены. Конечно, если бы аналитик был уверен, что цена на рынке будет повышаться, то торговец смог бы сэкономить деньги в результате покупки по цене между 70 и 75. Безусловно, в этом также имелся риск того, что рыночная цена повысится ненамного перед снижением, иллюстрируя тем самым «ложный» резкий рост цены.

Противоположный вариант иллюстрируется поступлением приказа о «короткой» продаже по «стоп-цене» 69 с целью извлечения выгоды из ожидаемого резкого понижения цены. Это в значительной степени похоже на покупку на условиях «стоп», за исключением того, что это усложнено необходимостью осуществления «короткой» продажи при повышении цены, по-

сколькo рыночная цена может снизиться намного сильнее по сравнению с ожиданиями до того, как приказ» может быть исполнен.

Следует отметить два существенных различия между приказами «стоп» и лимитными приказами. Во-первых, они размещаются по разным сторонам рынка. Лимитный приказ о покупке размещается по цене ниже рыночной, а лимитный приказ о продаже размещается по цене выше рыночной. Во-вторых, лимитный приказ никогда не становится рыночным приказом при достижении предельной цены. Приказ «стоп» всегда становится рыночным приказом.

С приказами «стоп» связаны три опасности, или слабости. Во-первых, существует опасность появления убытков, которых можно избежать. Торговец может разместить приказ по цене, которая слишком близка к рыночной. Временное изменение тенденции может «привести в действие» приказ, а рыночная цена может затем изменяться в соответствии с ожиданиями. Между тем торговец должен понести ненужные расходы по «возвращении» на рынок. Оглядываясь в прошлое, торговец должен был разместить приказ «стоп» с ценой, отстоявшей значительно дальше от рыночной цены. Чем дальше «стоп-цена» отстоит от рыночной цены, тем меньше полученная прибыль или больше понесенный убыток.

Второе присущее приказу «стоп» ограничение заключено в том обстоятельстве, что он может быть исполнен с некоторым отдалением от «стоп-цены». На быстро меняющемся рынке брокер может оказаться не в состоянии исполнить приказ по «стоп-цене» и будет вынужден исполнить его по цене, отстоящей на несколько пунктов от «стоп-цены». Нет никакой определенности в том, по какой точной цене приказ будет реализован.

Третий недостаток состоит в возможности, что накопленные приказы «стоп» могут вызвать резкое изменение цены на акции эмиссии и биржа приостановит исполнение приказов «стоп» именно в тех самых условиях, которых ожидал торговец, отдавая свой приказ «стоп». В прошлом биржи временно приостанавливали исполнение приказов «стоп» по отдельным эмиссиям и даже по всем эмиссиям.

Многие неинформированные торговцы акциями переоценивают значение приказа «стоп». Он имеет неоспоримые преимущества, но он отнюдь не всегда «попадает в цель» и приносит прибыль. Если цена на акцию постоянно снижается, то приказ принесет клиенту, возможно, небольшой убыток, но заставит его потратиться на определенные накладные расходы. Если рыночная цена повышается, то прибыль достигается благодаря повышению цен на акции, а не приказам «стоп». Прибыль поступает в результате знания, когда надо продавать при росте цен. Если спекулянт проведет неверный анализ рынка, то все приказы «стоп» не принесут ему даже мизерной прибыли. Они только ограничивают убытки. Приказы «стоп» сами по себе не представляют техники торговли.

Лимитные приказы «стоп»

Лимитные приказы «стоп» используются реже. Торговец, который использует этот тип приказа, стремится извлечь выгоду из приказа «стоп», а также

хочет быть уверен в цене, по которой акции будут куплены или проданы. Торговец не удовлетворен рыночной ценой, которая появляется в тот момент, когда приказ «стоп» становится рыночным приказом, и пытается извлечь выгоду как из приказа «стоп», так и лимитного приказа.

Лимитный приказ «стоп» о продаже вступает в силу в тот момент, когда осуществляется продажа по «стоп-цене» или более низкой цене, и затем исполняется по возможности по предельной или более высокой цене.

Проиллюстрируем это правило примером. Клиент владеет 100 акциями, которые продаются по 74, и чувствует, что цена может упасть, но не уверен в этом. Есть два способа размещения этого приказа. Один из них состоит в указании величины «стоп-цены» и предельной цены, которые в обоих случаях одни и те же. В приказе может говориться: «Продать 100 акций по предельной и «стоп-цене» 72». Как только цена акций снизится до 72, брокер предпринимает попытку исполнить приказ по 72 или более высокой цене, но ни в коем случае не ниже 72. Если акции не могут быть проданы по 72 или более высокой цене, то продажа не состоится.

Приказ может быть размещен иначе. Приказ гласит: «Продать 100 акций по «стоп-цене» 72, предельной цене 71». Когда цена акций снижается до 72, брокер немедленно делает попытку избавиться от 100 акций, но ни при каких обстоятельствах он не может продать их по цене ниже 71. В этом состоит преимущество по сравнению с первым способом отдачи приказа, так как на рынке со снижающейся ценой приказ имеет больше шансов быть исполненным по «стоп-цене», чем по «стоп-цене» или выше.

Лимитный приказ «стоп» о покупке исполняется противоположно лимитному приказу «стоп» о продаже. Как только появляется продажа по «стоп-цене» или выше, приказ извлекается и выполняется, если возможно, по предельной цене или ниже. Эти приказы могут использоваться «короткими» продавцами, в то время как лимитные приказы «стоп» о продаже обычно используются владельцами акций.

Несмотря на свою очевидную привлекательность, этот тип приказа должен использоваться с исключительной осторожностью. Если тенденция рыночной цены определенно понижательная, то спекулянт должен быть реалистом и соответственно действовать. Это не время уклоняться от цены. Задержка в действии увеличивает опасность крупного убытка. Наилучший способ действия при подобных обстоятельствах обычно состоит в быстром уходе с рынка. Приказ «стоп» обеспечит это. Лимитный приказ «стоп» позволит торговцу уйти с рынка, если он делает паузу перед резким изменением цены или повторяет ее движение. Если динамика цены крутая, то лимитный приказ «стоп», вероятно, не будет выполнен. В результате этого торговцы могут оказаться вне рынка, когда они желают по-прежнему находиться на нем, и на рынке, когда они желают быть вне рынка. Иногда торговцы используют лимитные приказы «стоп», поскольку в течение коротких или более продолжительных периодов времени биржи не принимают прямых приказов «стоп» из-за боязни, что концентрация «стоп-цен» в «точках графика» во время активной торговли может вызвать чрезмерно резкие изменения цен.

В момент открытия рынка

Рыночный или лимитный приказ может быть ограничен по сроку выполнения только моментом открытия рынка. Открытие рынка означает первую сделку с акциями, которые были куплены или проданы, а не открытие самой биржи.

Цель отдания подобного приказа прежде всего тактическая. Торговец считает, что цена акций будет перемещаться в ожидаемом направлении немедленно после открытия, и если это не произойдет, то позицию не следует открывать. Количество людей, которые считают, что они могут очень точно предсказать направление движения цены, очень невелико; количество тех, кто на самом деле правильно предсказывает, намного меньше. Поэтому этот тип приказа используется редко.

В момент закрытия рынка

Этот тип приказа почти всегда является рыночным приказом, так как слишком трудно найти технический или другой смысл в требовании исполнения лимитного приказа в момент закрытия рынка. Подобный приказ может использоваться по одной из нескольких причин. Очевидная причина состоит в том, что продавец считает, что цена на акции будет высока в момент закрытия рынка. Другая состоит в том, что торговец хочет попытаться получить самую высокую цену на этот день, но если ему не удастся добиться выполнения своего приказа, то он скорее осуществит продажу по рыночной цене в момент закрытия рынка, чем останется на рынке до следующего дня.

В отличие от приказа, исполняемого в момент открытия рынка, приказ, исполненный в момент закрытия, не ограничен одной отдельной сделкой. Брокер может добросовестно подождать, за 10 секунд до закрытия рынка исполнить приказ и затем обнаружить, что более проворному брокеру удалось исполнить приказ за 5 секунд до закрытия. Для того чтобы избежать конфликтов, биржи определяют период закрытия (обычно в течение 30 секунд), в течение которого любой приказ с отметкой «в момент закрытия рынка» может быть исполнен и, как считается, надлежащим образом.

«Дискреционные» приказы

В «дискреционном» приказе, или приказе на усмотрение брокера, клиент предоставляет брокеру определенную свободу выбора при исполнении приказа. Степень этой свободы может быть полной или ограниченной. Предполагается, что брокеры, *использующие свое знание рынка, могут обеспечить* более крупные прибыли для клиентов, чем клиенты могут это сделать сами, опираясь на свои собственные умозаключения.

Согласно полному «дискреционному» приказу брокер или представитель брокера может принять решение по таким вопросам, как эмиссия акций, количество акций, должен ли это быть приказ о покупке или продаже, цена и момент исполнения. Полный «дискреционный» приказ регулируется Правилом 408 NYSE. Это правило требует, чтобы подобный приказ был четко обозначен как «дискреционный», чтобы дать проверяющим лицам возмож-

ность осуществлять необходимый контроль с целью избежать чрезмерных или иных неподходящих сделок для счета клиента. Кроме того, клиент должен предоставить предварительное письменное разрешение.

Существуют два вида ограниченной свободы действий. Во-первых, с предварительного *устного* одобрения клиента брокер (зарегистрированный представитель) может получить свободу действий относительно момента и цены исполнения. Это означает, что клиент принимает решение о покупке или продаже, определяет ценную бумагу и количество акций и предоставляет исполнение сделки на усмотрение брокера. На практике это означает, что брокер может выписать приказ, но задержать его направление на рынок на основе собственного понимания положения на рынке. Поскольку подобные приказы заставляют брокера гадать о возможных последствиях в случае неудачного исполнения, некоторые брокерские фирмы запрещают подобную практику своими внутренними правилами.

Второй вид ограниченной свободы действия встречается чаще. В этом случае клиент предоставляет *брокеру, работающему в операционном зале*, возможность самому определять момент исполнения сделки, исходя из его представлений на базе сложившегося положения в операционном зале биржи. Обычно приказы исполняются в качестве рыночных приказов с соответствующим указанием: *NH* («не держать»), *DRT* («не обращать внимание на ленту») или *«самостоятельно определяйте время»*. В результате этого брокер, работающий в операционном зале биржи, освобождается от необходимости немедленного принятия решения и может использовать свои знания о рынке для исполнения приказа. Этот вид приказа очень популярен среди институциональных торговцев. Ни один из этих видов ограниченной свободы действия не требует предварительного письменного разрешения клиента, что необходимо при полном «дискреционном» приказе.

Вопрос о том, должен или не должен клиент когда-либо вообще использовать полный «дискреционный» приказ, остается спорным. Может ли занятой брокер или зарегистрированный представитель брокера со своими многочисленными приказами и клиентами уделять много внимания подобным приказам? Не может ли получиться так, что они выполнят приказ при первой же возможности, когда положение на рынке достаточно спокойное, чем будут выжидать в течение неопределенного времени в надежде получить больше?

Сомнительно, что брокер реально желает получить «дискреционный» приказ. Комиссионные за исполнение «дискреционного» приказа такие же, как и за исполнение любого другого вида приказов. Если брокер получит хорошую цену, то, возможно, удостоится только случайного «спасибо» от клиента. Если окажется, что приказ был исполнен не вовремя и клиент теряет деньги, то клиент может считать брокера виновным в этом и даже может возбудить судебное дело. В характере человека приписывать себе все благоприятные события и сваливать вину на других за свои неудачи. «Дискреционные» приказы не являются исключением. Некоторые брокеры настроены настолько враждебно к «дискреционным» приказам, что у них есть постоянные правила, которые запрещают любому служащему принимать их.

Иногда «дискреционные» приказы используются неспособными людьми и теми, кто находится в длительных отпусках. В таких случаях целесообразно

размещать подобные приказы у доверенных консультантов по вопросам инвестирования. Иногда клиенты предоставляют своим банкирам свободу действий в операциях с ценными бумагами.

В свое время «дискреционные» приказы широко использовались в спекулятивных операциях. Пулы передавали подобные приказы специалистам. Приказы давали право руководителям пула использовать услуги специалистов с целью обеспечения успеха своих операций. Благодаря своему близкому знакомству с рынком специалисты могли покупать и продавать в тот момент, который обеспечивал самую крупную прибыль участникам пула. Однако подобные действия в настоящее время запрещены.

«Исполнить немедленно или отменить»

Когда клиент посылает приказ с указанием «исполнить немедленно или отменить», в нем указывается цена, по которой приказ должен быть исполнен, а также требование немедленного исполнения или отмены. Это отличает его от большинства лимитных приказов, которые обычно поступают с действием в течение всего дня торговли или действуют до момента исполнения приказа или распоряжения об его отмене.

Приказ «исполнить немедленно или отменить» предназначается для многочисленных стандартных единиц торговли. Брокер может исполнить возможно большую часть приказа и отменить оставшуюся часть. Этот тип приказа используется редко, так как редко возникает причина, которая требует подобной спешки. Он может быть полезен на вялых рынках, например, на рынках некоторых опционов.

«Исполнить или отменить»

На первый взгляд этот тип приказа может показаться идентичным с приказом «исполнить немедленно или отменить», однако существует различие. Приказ «исполнить или отменить» также должен быть исполнен или отменен немедленно, но не может быть исполнен частично. Если цена указана, то весь приказ должен быть исполнен немедленно по указанной или лучшей цене.

Клиент, который желает немедленного исполнения приказа по 100 акциям, должен скорее использовать приказ «исполнить или отменить», а не «исполнить немедленно или отменить», поскольку в первом случае частичное исполнение приказа со стандартной единицей торговли невозможно в любом случае.

Подобно приказам «исполнить немедленно или отменить» приказы «исполнить или отменить» используются редко. Когда средства связи действовали медленнее, некоторые клиенты, находясь далеко от рынка, посылали лимитные приказы «исполнить или отменить» в качестве средства получения быстрой котировки из операционного зала и тем самым избегали обычного запроса котировки, который исполняется во вторую очередь. Подобные клиенты знали, что отмененный приказ «исполнить или отменить» сопровождается котировкой непосредственно от специалиста, и не рассчитывали на особую любовь к себе со стороны занятых служащих операционного зала, которых отвлекали от совершения сделок ради предоставления котировок.

«Только в полном объеме»

Приказы «только в полном объеме» («все или ничего») используются торговцами при сделках со стандартными единицами торговли, которые устанавливают цену в своем приказе, а также указывают, что они желают, чтобы приказ был исполнен полностью или вообще не исполнялся. Он отличается от приказа «исполнить или отменить» тем, что брокеру, работающему в операционном зале, предоставляется время для исполнения приказа, как и в любом лимитном приказе.

В связи с тем что в операционных залах большинства бирж разрешается исполнение только рыночных и лимитных приказов и приказов «стоп», приказы «только в полном объеме», как и все специальные приказы, требуют искусных действий брокерских фирм, которые соглашаются принять их из-за своей ответственности в случае неверного исполнения приказа. Брокер с приказом «только в полном объеме» должен оказаться в толпе в операционном зале и получить «котировку и размер» от специалиста. Предположим, что брокер имел приказ «только в полном объеме» о продаже 500 акций по 42 и котировка была дана следующая: 42 (запрос покупателя) и 42 $\frac{1}{8}$ (предложение продавца), каждая по три полных лота. Это означало бы, что можно было продать только 300 акций по 42 и брокеру оставалось бы только «промолчать». Однако если бы запрос был на 500 и более акций, то брокер бы немедленно продал 500 акций и тем самым выполнил обязательство перед клиентом без нарушения правил действий в операционном зале.

Следует отметить, что приказы «только в полном объеме», «исполнить немедленно или отменить» и «исполнить или отменить» при некоторой схожести имеют значительные отличия. Ни один из этих типов приказов широко не используется, но среди этих трех типов приказ «только в полном объеме», вероятно, встречается чаще других.

«Цену не снижать»

Лимитный приказ о покупке или продаже «стоп» снижается автоматически, когда акции продаются на условиях «исключая дивиденд». Клиент, запрашивающий 50 за акции, по которым должны были платить ежеквартальный дивиденд в размере 1 дол., может не пожелать исполнения приказа только потому, что цена снизилась на 1 дол. на эту дату. Клиент с открытым приказом о продаже акций по наилучшему курсу, но не ниже указанного мог бы чувствовать себя лучше в этом случае.

Однако возможно, что клиент считает, что 50 является важным пунктом, и его не интересует, как акции достигнут этой цены. Такой клиент потребовал бы, чтобы на его приказе было указание DNR, или «цену не снижать».

Альтернативный

Есть два типа альтернативных приказов, один из которых встречается редко, а второй является обычным и используется многими дисциплинированными торговцами.

В первом случае клиент может дать брокеру инструкцию купить акции одной из двух указанных эмиссий по предельным ценам ниже текущей рыночной цены. Клиент может пойти на это, поскольку он «охотится» за выгодными покупками, но не имеет достаточно средств или намерения покупать акции обеих эмиссий. Несмотря на то что они кажутся достаточно эффективными, эти приказы не пользуются слишком большой популярностью, поскольку ни один брокер не возьмет на себя ответственность за отмену второй половины приказа, если первая половина исполнена. При падении цен на рынке цены на обе эмиссии могут быть затронуты этой тенденцией почти одновременно, однако операции с этими акциями могут осуществляться в различных частях операционного зала биржи или вообще на разных биржах.

Второй и намного чаще используемый тип альтернативного приказа не связан с подобными проблемами, поскольку несмотря на то, что он также содержит характерную черту «либо-либо», он не может привести к двойному исполнению. Предположим, что клиент купил акции по 40 с целью достижения ценой уровня 60 и не желает потерять более 10 пунктов в случае ошибки с оценкой перспектив цены на акции. Клиент мог направить альтернативный приказ с инструкцией брокеру продавать по 60 (предельная цена) или 30 «стоп» с отметкой ОСО («приказ отменяет приказ» или «один отменяет другой»). Это предусматривает внимательное наблюдение за движением цен, поскольку схема совершения сделок будет выполняться в зависимости от этих приказов. В этом случае проблемы двойного исполнения не существует, поскольку речь идет лишь об одной эмиссии, а две цены значительно отличаются. Если одна часть исполнена, то не будет проблемы вовремя отменить другую.

Условный

В то время как альтернативный приказ дает брокерам указание делать одну или другую операцию, условный приказ указывает им совершать некую операцию только после того, как была совершена другая операция. Например, брокер мог получить указание продать акции по одной цене и после продажи немедленно купить другие акции. Цель этого приказа состоит в обеспечении средств для покупки. Этот приказ должен включать лимитный приказ о продаже и либо рыночный либо лимитный приказ о покупке.

«Свитч»

Приказ «свитч», или «своп», является разновидностью условного приказа, но обычно он определяет ценовую разницу, а не один или несколько уровней цен. Клиент владеет 100 акциями XYZ, однако узнает, что акции ABC, которые клиент считает хорошими или даже лучшими акциями по сравнению с XYZ, продаются дешевле на 3 дол. за акцию. Для извлечения выгоды из представляющейся выгодной покупки он может направить приказ о продаже 100 акций XYZ и о покупке 100 акций ABC с установленной разницей в цене с XYZ в размере 3 или более долларов за акцию с премией. Как и в случаях со всеми другими специальными приказами, брокеры, которые при-

нимают приказы этого типа, несут ответственность за их надлежащее исполнение.

Со шкалой цен

Клиенты, которые желают купить несколько лотов акций на рынке, цены на котором, по их мнению, могут начать расти, могут разместить несколько запросов на покупку акций с установленной ценовой разницей. Например, если текущая рыночная цена составляла 75, то клиент мог разместить приказ о покупке 100 акций по 70 и еще 400 акций при последовательном понижении цены в каждом случае на один пункт до 66, что тем самым в сумме составило бы 500 акций со средней ценой 68. В случае если цена акций не достигнет 66, приказ, безусловно, не будет полностью исполнен; однако клиент мог бы получить часть позиции по цене, которая бы снизилась почти до самого низкого уровня на рынке на тот момент.

Того же результата можно было бы добиться путем направления пяти различных приказов с пятью разными установленными ценами, но это повлекло бы ведение дополнительного учета как для брокера, так и клиента. Кроме того, можно направить приказы со шкалой цен в сторону понижения от цены первоначального рыночного приказа, и в таком случае предельные цены на последующие приказы можно было установить только после исполнения первого приказа. Например, клиент мог приказать купить 100 акций по рыночной цене и купить дополнительные 100 акций по цене, которая на один пункт ниже цены первого приказа, и еще 100 акций по цене, которая на два пункта ниже цены первого приказа. Предельные цены нельзя было установить на покупку двух последующих партий акций до подтверждения исполнения первого приказа о покупке 100 акций, после чего цены на рынке могли еще снизиться и затем возрасти, однако уже не было бы времени для направления двух последующих приказов с требуемыми ценами.

Приказы со шкалой цен можно также использовать для ликвидации позиций, цены на которые повышаются, и в этом случае можно также использовать эти два варианта; это означает, что все приказы могут включать обозначенные пункты или последующие приказы могут включать шкалу цен в сторону повышения после продажи первой партии.

Как и во всех лимитных приказах, приказы со шкалой цен могут быть выполнены по цене, которая лучше указанной. Поскольку это всегда считается желательным со стороны всех и главным образом давних клиентов, нет необходимости давать в приказе указание «или лучше».

С оплатой наличными

Акции могут быть проданы с оплатой наличными, а не обычным способом. Это означает, что акции должны быть поставлены и средства получены в тот же день, а не на пятый день.

Иногда сделки с оплатой наличными используются, чтобы избежать продаж на условиях «исключая дивиденд» или «исключая распределение», однако подобные сделки встречаются редко.

Продажи с оплатой наличными могут несколько отличаться по цене от текущей рыночной цены с использованием обычного способа из-за неудобства для покупателя или продавца вследствие потери привилегии расчета на пятый день.

Приказы об отмене

Это приказы, размещенные клиентами, которые отменяют другие приказы, ранее направленные брокеру. Существуют два типа подобных приказов: приказ с прямой отменой и приказ с отменой предшествующего приказа.

Приказ с прямой отменой отменяет предшествующий приказ; другой приказ его не заменяет. Клиент передумал и не имеет желания покупать или продавать акции при существующих условиях.

Приказ с отменой предшествующего приказа также отменяет предшествующий приказ, однако заменяет его новым приказом, в котором имеются некоторые изменения. Как правило, это изменение цены. Например, клиент отдает приказ брокеру о покупке 100 акций по 36. Теперь клиент отменяет этот приказ и снижает предельную цену до 35.

Отмена вступает в силу в момент поступления на рынок, на котором был размещен приказ, а не тогда, когда он поступил к брокеру. Брокер должен предпринять все попытки отменить приказ как можно быстрее.

Рыночные приказы могут отменяться в тех редких случаях, когда они были размещены после закрытия рынка с исполнением на следующий день или торговля была приостановлена, а приказ еще не был исполнен. Отмена приказа после его исполнения является весьма трудным делом. Брокеры предпринимая серьезные попытки отменить исполненный приказ только в случаях ошибок, крайней необходимости или серьезных недоразумений.

Неполные лоты

Приказы, размеры которых меньше стандартной единицы торговли, в свое время обрабатывались двумя специализированными фирмами, занимавшимися неполными лотами («DeCoppet & Doremus» и «Carlisle and Jacquelin») и установленными тщательно продуманные правила и процедуры обработки, в сущности, любых видов приказов об операциях с неполными лотами. В 70-х годах снижение прибыльности подобного бизнеса привело к слиянию этих двух фирм, а принятое в 1976 г. решение NYSE, позволившее «Merrill Lynch» исполнять приказы своих клиентов об операциях с неполными лотами, привело к окончательной ликвидации объединенной фирмы «Carlisle, DeCoppet», занимавшейся операциями с неполными лотами.

В настоящее время приказы об операциях с неполными лотами исполняются через системы дилеров, осуществляемые специалистами по каждой эмиссии акций, или крупные розничные фирмы. Динамика объема сделок с неполными лотами имеет тенденцию, отражающую динамику объема всего рынка. Он достиг наиболее высокого уровня в 341,5 млн акций (132,8 млн купленных акций и 208,8 млн проданных акций) в 1987 г. Совокупная стоимость этих сделок составила 15 110 млн дол. В 1990 г. объем составил 281,7 млн

акций (115,4 млн купленных акций и 166,3 млн проданных акций) с общей стоимостью 10 896,4 млн дол. После 1970 г. объем продаж неполных лотов постоянно превышал объем покупок, вероятно, потому, что многие неполные лоты приобретаются путем покупки акций для служащих фирм или аналогичных инвестиционных программ, которые могут не входить в отчетные показатели объема NYSE. Однако акции часто продаются за наличные деньги через брокерские фирмы, поскольку многие программы не имеют положений о продаже однажды купленных акций. Можно предположить, что в целом активность торговли неполными лотами ниже, чем она могла бы быть, поскольку в настоящее время различные инвестиционные альтернативы легко доступны типичным клиентам, занимающимся неполными лотами. Для долгосрочных инвесторов акции взаимных фондов являются легким и иногда не требующим уплаты комиссионных способом инвестирования скромных сумм. Для более спекулятивно настроенных торговцев рынок зарегистрированных опционов обеспечивает арену для деятельности с суммами, не превышающими несколько сотен долларов.

Разница в цене и брокерском вознаграждении в сделках с неполными лотами

Специалисты или брокерские фирмы, обрабатывающие приказы о сделках с неполными лотами, действуют в качестве дилеров, а не брокеров. Поэтому они подвергаются риску обесценения своих запасов акций, при котором, как считает большинство, комиссионные не являются адекватной компенсацией. Привычнее добавить наценку на некоторые покупки неполных лотов и вычесть скидку с некоторых продаж неполных лотов. Эта сумма обычно составляет $1/8$ пункта и называется *разницей в цене и брокерском вознаграждении* в сделках с неполными лотами.

Рыночный приказ, поступивший к специалисту по SuperDOT на NYSE, будет выполнен без этой разницы при превалирующем запросе или предложении при получении. Например, предположим, что текущая котировка акций IBM составляет 95 при запросе и $95\frac{3}{4}$ при предложении. Приказ о покупке, к примеру, 50 акций по рыночной цене должен быть исполнен специалистом по $95\frac{3}{4}$. Аналогично приказ о продаже того же количества акций должен быть исполнен по 95. Системы совершения сделок с неполными лотами у крупных розничных брокеров обычно действуют в аналогичной манере, хотя некоторые фирмы могут также брать разницу за совершение подобных сделок.

Однако если клиент направляет лимитный приказ, его исполнение основывается на сделке с полным лотом, называемой *эффективной продажей*. Например, инвестор направляет приказ о покупке 75 акций AT&T по 37. Поскольку выполнение лимитных приказов либо через суперсистему оборота приказов, либо систему брокерской фирмы обычно включает выплату упомянутой разницы в размере $1/8$ пункта, эффективная продажа для этого приказа должна происходить по цене $36\frac{7}{8}$ Д или ниже ($36\frac{7}{8}/s + 1/8 = 37$). Следовательно, приказ не может быть выполнен до тех пор, пока сделки с полными лотами акций AT&T совершаются по цене $36\frac{7}{8}$ Д или ниже. Тем самым

инвестор может обнаружить, что его лимитный приказ о сделке с неполным лотом не исполнен несмотря на то, что акции могут продаваться по предельной цене в объемах, кратных полным лотам.

Приказы «стоп» о сделках с неполными лотами также основываются на эффективной продаже. «Стоп-цена», установленная инвестором, является ценой сделки с *полным лотом*, которая приводит в действие приказ. Следовательно, приказ о продаже 45 акций по «стоп-цене» 35 вступает в действие при первой сделке с полным лотом по 35 или ниже и исполняется при *следующей* сделке с полным лотом за вычетом упомянутой разницы. Например, если следующая сделка состоялась по $34\frac{3}{4}$, то цена исполнения, полученная инвестором, составила бы $34\frac{5}{8}$.

Существуют некоторые способы использования приказов о сделках с неполными лотами, при которых они обладают первоочередностью в исполнении перед приказами о сделках с полными лотами в определенных ограниченных обстоятельствах. Например, нет «акций впереди» (см. ниже) лимитного приказа о сделке с неполным лотом. Если сделка с полным лотом совершается по соответствующей цене, *все* приказы о сделках с неполными лотами исполняются на основе цены сделки с полным лотом, даже если она была только для партии в 100 акций. Подобным же способом «короткие» продажи неполных лотов по рыночной цене должны исполняться по первой сделке с полным лотом с повышением цены, опять же без «акций впереди». С другой стороны, приказы о «короткой» продаже полных лотов должны ожидать своей очереди и повышения цены, поскольку единственный лот с сотней акций может быть той сделкой, которая была совершена с любым предшествующим повышением цены.

«КОРОТКИЕ» ПРОДАЖИ

«Короткие» продажи, или продажи акций без покрытия, имеют особое значение для специалистов, арбитражеров и других профессионалов. Однако они используются в определенной степени широкой публикой, иногда в качестве спекулятивного средства и иногда с налоговыми целями. Как и торговля в операционном зале, «короткие» продажи за свою историю подвергались значительной критике. Ниже следует рассмотрение некоторых методов регулирования, свойственных этой технике, а также краткий анализ ее истории и значения.

Начальная история

«Короткие» продажи на фондовом рынке являются практикой продажи акций, поставка которых должна быть осуществлена путем заимствования акций. Эта практика существовала на рынках с их первых дней. Имеются свидетельства, что голландцы пытались запретить ее еще в 1610 г. Хотя Лондонская фондовая биржа не была формально организована до 1773 г., использование «коротких» продаж заняло уже настолько важное место на неорганизованном рынке, что еще в 1733 г. парламент принял закон, запрещающий «короткие» продажи³.

³ J.E.Meeker, *The Work of the Stock Exchange* (New York: Ronald Press, 1930), p. 607.

Изучение американских рынков ценных бумаг показывает, что «короткие» продажи стали играть важную роль на ранних этапах истории Нью-Йоркской фондовой биржи. Джек Литтл, часто именуемый первым великим спекулянтом на бирже, занимался операциями с 1835 до 1857 г.; он крупно и последовательно играл на «коротких» продажах. В начале 60-х годов «короткие» продажи стали главным инструментом спекуляций таких великих торговцев, как Дрю, Вандербильт, Фиск и Гоулд. Об одном из наиболее впечатляющих моментов на рынке «коротких» продаж сообщалось в 1901 г., когда знаменитая битва Хилла—Моргана, Гарримана—Кюна и Лоеба за контроль над железнодорожной компанией «Northern Pacific» привела к значительному повышению цен на ее акции.

Значение «коротких» продаж было признано в ходе первой мировой войны, когда требовалось секретно сообщать на биржу о подобных продажах для предотвращения массовых продаж акций с целью сбить их курс со стороны безответственных спекулянтов или агентов противника.

1929 год и период после него

Не существует точных данных о величине «коротких» продаж на рынке повышающихся цен в 1925—1929 гг., нет данных о сумме ценных бумаг, проданных без покрытия, в октябре 1929 г. непосредственно перед крахом биржи. Однако президент биржи в своих показаниях перед Судебным комитетом Палаты представителей свидетельствовал: «В то время «короткая позиция» занимала относительно небольшое место, и, когда началась паника, было очень немного людей, которые продавали акции без покрытия по более высоким ценам и были готовы и стремились купить акции»⁴.

12 ноября 1929 г., через три недели после краха, биржа собрала данные об общей сумме «коротких» продаж, или сумме ценных бумаг, проданных без покрытия, — количестве акций, проданных без покрытия и все еще не выкупленных. В этот период большая часть общей суммы «коротких» продаж была, безусловно, спекулятивной по своей природе. На эту дату общее количество «коротких» продаж составляло примерно 1,69 млн акций. К 25 мая 1931 г. оно возросло до 5,6 млн акций. Точное отношение «коротких» продаж к общему объему торговли за тот год неизвестно, но, по оценке президента биржи, оно составило менее 5%⁵.

Значение на современном этапе

В настоящее время статистика «коротких» продаж легкодоступна и за ней внимательно следят. Возросшее усложнение различной техники арбитража и программной торговли затруднило выделение мотивации торговцев из самой операции «короткой» продажи. Например, 14 декабря 1990 г. общая сумма «коротких» продаж составляла 855,7 млн акций и стала рекордной на ту

⁴ J.A.Ross, *Speculation, Stock Prices, and Industrial Fluctuations* (New York: Ronald Press, 1938), p. 200.

⁵ Р.И.Уитни в своем публичном обращении «Короткие продажи и ликвидация», 15 декабря 1931 г.; *ЦИТ. по: Ross, ibid.*, p. 265.

дату. Такую величину было бы трудно объяснить только на основе спекуляции на рынке понижающихся цен, и традиционные интерпретации значения общей суммы «коротких» продаж, по всей вероятности, требуют уточнения. В течение 1990 г. 3,535 млрд акций были проданы без покрытия. Около 61% этих продаж были произведены членами биржи, преимущественно специалистами, за свой собственный счет./ Большая часть «коротких» продаж, осуществленных специалистами, сыграла роль стабилизаторов рынка, что означало продажу при росте цен и покупку при снижении цен. Эта функция разъясняется более подробно при раскрытии роли специалистов.

3,535 млрд акций, составившие общее количество «коротких» продаж, представляли примерно 8,9% от 39,7 млрд акций, проданных на NYSE в 1990 г. Уровень «коротких» продаж в период после второй мировой войны до середины 90-х годов оставался ограниченными рамками от 3 до 8% объема. Он стал стремиться к верхнему краю этого диапазона в конце этого периода и к настоящему времени явно достиг высокого «нормального» процентного уровня.

Другой способ соотношения «коротких» продаж и рыночной активности состоит в изучении удельного веса «коротких» продаж в общей численности акций котируемых эмиссий. Обычно этот удельный вес составлял от 0,05 до 12%. На конец 1990 г. он составлял примерно 9,4%. Одним из факторов, способствовавших этому относительно высокому удельному весу, может быть исчезновение большого количества акций крупных корпораций в результате выкупа контрольного пакета акций за счет кредита или слияний и поглощений в 80-х годах. Это означало, что в то время, как объем «коротких» продаж возрастал, количество котируемых акций не увеличивалось в той же пропорции.

Третий способ измерения значения «коротких» продаж состоит в расчете отношения общей суммы «коротких» продаж к среднему ежедневному объему торговли на бирже. Например, в 1990 г. средний ежедневный объем торговли составлял примерно 156,7 млн акций. Общая сумма «коротких» продаж колебалась от наиболее высокого уровня 855,7 млн до наиболее низкого уровня 520,5 млн акций. Поэтому это соотношение за год составило от 546 до 332%. В свое время аналитики полагали, что величина этого соотношения свыше 150% приводила к повышению цен на рынке. На самом деле они считали, что если требовался обычный объем торговли в течение более полутора дней для закрытия всех существующих «коротких» позиций, то цены на рынке, вероятно, повысятся. Это рассуждение было основано на предположении, что каждая акция, проданная без покрытия, должна была заимствоваться. Следовательно, каждая «короткая» продажа создает потребность в выкупе и в конечном счете возвращении кредитору заимствованных акций, создавая тем самым значительный покупательский спрос.

Заметно возросшие показатели указанных соотношений, которые уже стали обычными, вероятно, отражают серьезные перемены в использовании «коротких» продаж для неспекулятивных целей. Участвовавшее использование индекса акций и других форм арбитражных операций привело к созданию новых способов использования «коротких» продаж. Более того, в прошлом институциональным участникам операций часто было запрещено участие в любой форме «коротких» продаж из-за спекулятивного подтекста, прису-

щего этим операциям. В настоящее время многие из этих участников обычно проводят «короткие» продажи для осуществления ряда различных типов стратегий. Большой объем, который возникает в результате участия в торговле таких институтов, привел к значительному росту числа «коротких» продаж.

ТЕХНИКА

«Короткая» продажа получила точное определение в правиле ЗВ-3 Комиссии по ценным бумагам и биржам, которое гласит: «Термин *«короткая» продажа* означает любую продажу ценных бумаг, которые не принадлежат продавцу, или любую продажу, которая завершается поставкой ценных бумаг, заимствованных продавцом или за счет продавца».

Аналогичное определение дается Нью-Йоркской фондовой биржей. Его значение состоит в том, что оно охватывает две возможности: (1) продажу ценных бумаг, которые не принадлежат продавцу; и (2) продажу, осуществленную путем поставки ценных бумаг, заимствованных продавцом или за счет продавца. Они могут показаться двумя определениями одного и того же явления, что, конечно, не так. В одном случае продавец должен заимствовать акции, поскольку их у него нет; во втором случае продавец может владеть акциями, но предпочитает «коротко» их продать. Эти последние сделки называются *«продажами против сейфа»*, поскольку эти продавцы держат свои ценные бумаги в банковских сейфах для хранения ценностей или на счетах и могут поставить их на самом деле к моменту продажи, но предпочитают не делать этого.

Одно время *«сейфовая» «короткая» продажа* не считалась настоящей «короткой» продажей. Подобные продажи часто осуществлялись крупными акционерами, ведущими должностными лицами или директорами с целью собственной защиты от убытков в результате падения стоимости акций; все же они не желали расставаться с собственностью на определенные акции в силу своего положения, престижа или потребности сохранения контроля.

Причины «коротких» продаж

«Короткая» продажа может быть осуществлена спекулянтом в ожидании снижения цен на акции. По мнению спекулянта, значительный рост цен на акции данной эмиссии может подойти к концу или рейтинг этих акций снизится. В любом случае торговец считает, что в ближайшем будущем цены на акции снизятся настолько, что позволят покрыть продажу с удовлетворительной прибылью после вычета всех расходов. Это так называемая спекулятивная «короткая» продажа, как этот тип сделки обычно публично воспринимается.

Существует ряд технических «коротких» продаж, которые могут иметь или не иметь что-то общее со спекуляцией в ожидании снижения цен. Многие из них совершаются независимо от вероятности снижения цен на проданные акции, которых нет в наличии. Они будут подробно описаны ниже в этой главе.

Продажи в налоговых целях в последние годы составляют значительную часть «коротких» продаж. До 1951 г. «короткие» продажи могли использоваться для превращения краткосрочного реализованного прироста капитала в долгосрочный; сейчас это уже не имеет значения из-за изменений в налоговом законодательстве. Однако по-прежнему возможно перенести доходы от прироста капитала с одного года на следующий.

Заимствование акций

«Короткие» продажи основаны на возможности заимствования торговцем акций у кредитора и осуществления впоследствии их поставки. Эти акции никогда не принадлежат «короткому» продавцу. Поэтому первой проблемой для «короткого» продавца является заимствование акций у того, кто готов дать их в займы.

Акции, которые должны быть заимствованы и поставлены по «короткой» продаже, можно получить через кассово-расчетный отдел брокерской фирмы, которая занималась продажей. В большинстве случаев акции, предназначенные для поставки, заимствуются с маржинальных счетов других клиентов этой же фирмы. Клиенты, которые подписывают соглашения, в которых оговорены правила ведения маржинального счета, в соответствии с установившейся практикой также подписывают с большинством фирм формы о согласии клиента с условиями кредита. Часто они являются составной частью самого соглашения, в котором оговорены правила ведения маржинального счета. Акции нельзя заимствовать с наличных счетов без разрешения и с маржинальных счетов даже при наличии разрешения, если клиент не имеет дебетового сальдо, равного стоимости заимствованных ценных бумаг или превышающего ее. В отдельных случаях ценные бумаги заимствуются со счетов партнеров брокерской фирмы или владельцев акций, дающих право голоса, брокерской корпорации. Подобные счета называются *собственными счетами* фирм.

Если фирма не может найти необходимые ценные бумаги на счетах своих принципалов или клиентов, она обращается к другим брокерским фирмам, которые могут располагать ценными бумагами в одном из этих двух источников. В обмен на ценные бумаги фирме-кредитору в качестве обеспечения предоставляется гарантийный депозит в размере текущей рыночной стоимости этих ценных бумаг.

В последние годы институциональные клиенты стали важным источником заимствования акций (и облигаций) для брокеров. Из-за различных трастовых или других юридических ограничений фидуциарии в течение длительного времени имели ограниченные возможности предоставлять такие ссуды. Однако брокеры демонстрировали этим клиентам преимущества рынка кредитов ликвидных ценных бумаг. Иногда такая выгода может проявиться, когда самим клиентам необходимы временные кредиты для размещения других сложных поставок. Однако более убедительным аргументом являются дополнительные проценты, которые можно получить путем реинвестирования обеспечения наличными, которое является обеспечением по ссуде ценных бумаг. При соблюдении надлежащих мер предосторожности институциональный кредитор ценных бумаг может получить значительно большую прибыль по

сравнению с той, которая могла быть получена в результате просто покупки и владения ценными бумагами.

Причины предоставления акций в кредит

Фирма, которая заимствует акции для своего клиента, получает очевидную выгоду в виде комиссионных за свои услуги. Однако фирма-кредитор также получает выгоды. В большинстве случаев деньги, которые она получает в обмен за свои акции, являются «беспроцентным кредитом», т.е. никакой стороне не выплачивается процент. Кроме того, фирме, предоставляющей акции в кредит, может в свою очередь однажды потребоваться взять в кредит акции для поддержки «короткой» продажи, осуществленной одним из своих клиентов, поэтому разумно иметь налаженные взаимные связи.

При необычных условиях кредит может принести либо кредитору, либо заемщику настолько большую выгоду по сравнению с выгодой, достаемой другой стороне, что беспроцентный кредит будет сочтен неудовлетворительным одной или другой стороной. Если акций недостаточно, их можно взять в кредит с премией. Если акции можно легко достать, но имеется нехватка денег, то акции можно взять в кредит под процент. Эти необычные условия подробнее рассматриваются ниже.

Когда акции предоставляются в кредит с маржинального счета, клиенту обычно не достаются деньги, полученные за передачу акций в кредит. В этом случае предоставление акций в кредит обеспечивает брокеру возможность финансирования дебетового сальдо на счете клиента без уплаты процента банку. Клиент по-прежнему выплачивает процент брокеру по обычной ставке. Тем самым брокеры могут сократить свои издержки путем предоставления в кредит акций клиента.

Обычная бухгалтерская процедура состоит в учете на счете клиента купленных акций и в то же время отметке в кредите счета акций, предоставленных в кредит, на счете брокерской фирмы как «взятых и предоставленных в кредит акций».

Условия предоставления в кредит

Акции предоставляются в кредит с одним из трех видов условий: (1) под процент, (2) без процентов и (3) с премией.

Когда акции предоставляются в кредит по ставке, как это часто делалось до 1930 г. и позднее, когда деньги вновь стали «дорогими», кредитор получает депозит, образованный путем внесения наличных денег и равный стоимости акций. Однако помимо предоставления акций кредитор акций также платит заемщику ежедневный процент за полученные деньги; эта ставка чуть ниже текущей ставки по ссудам до востребования. Поскольку использование полученных наличных не ограничено и стоимость этого использования может быть на 3—5% ниже ставок, взимаемых коммерческими банками, выдача акций займа обеспечивает привлекательную альтернативу по сравнению с другими источниками наличных. Банки не только взимали бы еще большие проценты, но и требовали бы ценные бумаги, стоимость которых равнялась

бы, вероятно, $133\frac{1}{3}\%$ стоимости суммы кредита с целью гарантирования себя от риска снижения стоимости обеспечения.

Когда акции предоставляются в кредит без процентов, то никакого вознаграждения не получает ни кредитор, ни заемщик. Кредитор не получает вознаграждения в виде премий, а заемщик не получает процентов по предоставленному депозиту, образованному путем внесения наличных денег. В настоящее время почти вся выдача акций в займы осуществляется этим способом.

Когда акции предоставляются в кредит с премией, заемщик должен платить кредитору сумму в зависимости от количества акций и количества рыночных (не календарных) дней, течение которых действовал кредит. В подобных ситуациях акций недостаточно по отношению к спросу со стороны «коротких» продавцов, и кредитор может извлечь из этого выгоду, потребовав не только депозита наличными в размере 100% стоимости в качестве обеспечения, но и ежедневного взноса за использование акций. Это привлекательная ситуация для кредитора, если размер премий велик.

Премия не является процентом, и ее величина не выводится из процентного отношения. Она рассчитывается на основе количества центов и долларов в день в течение всего срока кредита. Раньше премия рассчитывалась на основе дробных пунктов. Например, данные акции могли быть отданы в кредит с премией $\frac{1}{8}$ пункта за акцию в день. В некоторых случаях они могли быть предоставлены в кредит с премией в целый пункт и выше на более короткие сроки, например, когда была опасность корнера (см. гл. 16).

В настоящее время размер премий определяется в результате переговоров между покупателем и продавцом и обычно базируется на определенном количестве долларов за акцию. До 1975 г. правило 157 NYSE требовало, чтобы премии базировались на определенном количестве долларов за акцию и только со следующими ставками: 1, 2, 3, 6, 10, 15 и 20 дол.; более высокие ставки должны были быть кратными 10 дол. Предположим, что торговец заимствует 100 акций с премией, выраженной в долларах, на 45 рыночных дней; торговец должен уплатить 45 раз по 1 дол. или 45 дол. за все, поскольку премия является дневной ставкой, в которую не включаются праздничные или выходные дни.

В прошлом размер премий колебался в значительных пределах. Абсолютный рекорд был, вероятно, установлен в 1927 г., когда в течение короткого периода времени акции «Wheeling and Lake Erie Railroad» предоставлялись в кредит с премией по 7 дол. за акцию или 700 дол. за полный лот в день⁶. В то время несколько компаний пытались купить контрольный пакет акций. Оживленные заявки покупателей заставили цены подняться до уровня сверх всяких разумных границ, что привело к обширным «коротким» продажам. В августе 1918 г. по акциям GM требовалась премия в размере $\frac{1}{2}$ пункта в день на короткое время. В течение одной недели января 1932 г. обыкновенные акции «U.S. Steel» предоставлялись в кредит с премией $\frac{1}{2}$ пункта в день. Однако подобные ситуации являются скорее исключением. В 1931 и 1932 гг., когда значительное число акций предоставлялось в кредит с премией, средняя премия на подобные акции была примерно 3 дол. на 100 акций в день; в некоторых случаях средний показатель превышал 5 дол. Одно время он составлял почти 12 дол.

⁶ J.E.Meeker, *Short Selling* (New York: Harper & Row, 1932), p. 198.

Предоставление акций в кредит с премией в последние несколько лет встречалось редко. В течение многих лет только одна или две эмиссии акций предоставлялись в кредит подобным способом, а в некоторые годы таких вообще не было.

Защита интересов кредитора

Как уже отмечалось, «короткий» продавец должен обеспечить защиту интересов кредитора по акциям путем депонирования суммы наличных, равной рыночной стоимости акций. Откуда берутся эти деньги? Они появляются из поступлений от продажи заимствованных акций. После продажи акций они поставляются покупателю через Национальную клиринговую корпорацию по ценным бумагам в день оплаты. Затем поступления используются брокером для покрытия акций, выданных займа.

Переоценка позиции в соответствии с текущими рыночными ценами

Существует практика «коротких» продаж, в соответствии с которой кредит должен быть обязательно обеспечен примерно на 100% рыночной стоимости акций. Даже если цена на акции поднимется на несколько пунктов, то «короткий» продавец должен депонировать дополнительное количество наличных по требованию кредитора; если цена падает, то кредитор должен вернуть часть наличных. Таким образом, всегда обеспечивается постоянная полная защита независимо от колебаний цены на акции.

Для того чтобы быть уверенным в том, что депозит наличными не больше или не меньше требуемого, либо кредитор, либо заемщик использует уведомление. Это формальное уведомление называется *переоценкой позиции в соответствии с текущими рыночными ценами*. При понижении цены акций брокер, представляющий «короткого» продавца, посылает эту переоценку позиции в соответствии с текущими рыночными ценами брокеру кредитора; этот документ требует возврата части наличных. При повышении цены акций брокер кредитора посылает уведомление о депонировании дополнительных наличных. Это требование посылается либо непосредственно, либо через конторы уполномоченного клирингового агентства. Деньги должны быть немедленно уплачены непосредственно или через клиринговое агентство; в данном случае не действует правило расчета через пять дней.

В случае если какая-либо из сторон нарушит выполнение правила 165 NYSE о переоценке позиции в соответствии с текущими рыночными ценами, другая сторона может закрыть контракт. Это делается путем предоставления уведомления стороне-нарушителю. Через короткий промежуток времени контракт может быть закрыт в тот же самый день уполномоченным должностным лицом или служащим биржи. Право закрыть счет защищает обе стороны от безответственности.

Погашение и аннулирование кредита

Выдача акций займа напоминает ссуду до востребования, когда любая из сторон может прекратить действие сделки путем уведомления.

Заемщик акций может погасить кредит, так как клиент покрывает «короткую» позицию или предоставилась возможность получить акции в другом месте на более благоприятных условиях.

Кредитор акций может быть вынужден аннулировать кредит, так как клиент, которому принадлежат акции, мог продать их, рассчитаться по дебетовому остатку или затребовать сертификат. В этих условиях брокер «короткого» продавца должен либо найти другой сертификат в течение пяти дней, либо потребовать от своего клиента обеспечить акции из какого-либо другого источника. Если заемщик ценных бумаг не может по какой-либо причине поставить сертификат, то кредитор имеет право купить ценные бумаги на открытом рынке и отнести все расходы в связи с этим на заемщика, не выполнившего своих обязательств. За исключением необычных обстоятельств, заемщик имеет достаточные средства на депозите для покрытия любых расходов по покрытию позиции.

Покупка акций взамен проданных без покрытия

Покупка акций взамен проданных без покрытия или обеспечение покрытия используется при совершении покупки акций, которые были проданы без покрытия. Купленные таким образом акции затем возвращаются после уведомления кредитору вместе с любыми дивидендами или премиями, которые надо выплатить.

Дивиденды, выплаченные наличными

Часто задается вопрос: что происходит с дивидендами, объявленными к выплате зарегистрированным акционерам в течение времени, когда «короткая» продажа является открытой позицией? Ответ следующий: дивиденды относятся на счет «короткого» продавца на дату регистрации владельцев акций и поступают кредитору акций. Кредитор мог бы получить дивиденды, если бы акции не были предоставлены займа; поэтому логично их компенсировать. Подобные дивиденды не могут быть выплачены эмитентом акций, поскольку в период открытой позиции «короткой» продажи на руках публики находится большее количество акций, чем было выпущено компанией.

Выплата дивидендов «коротким» продавцом обычно не приводит к затруднениям, поскольку рыночная цена акций, как правило, снижается примерно на величину дивиденда в то время, когда они продаются на условиях «исключая дивиденд». Поэтому «короткая» продажа обычно покрывается по более низкой цене, чем если бы акции не продавались на условиях «исключая дивиденд».

Аналогичная процедура следует и в случае с облигациями; это означает, что «короткий» продавец облигаций должен выплатить любой процент, причитающийся по облигациям в период «короткой» продажи.

Преимущественные права акционеров на вновь выпускаемые акции

Если преимущественные права акционеров на вновь выпускаемые акции эмитируются в период открытой позиции «короткой» продажи, то фирма-заемщик покупает достаточное количество этих прав на открытом рынке, чтобы предоставить клиенту фирмы-кредитора справедливую привилегию при подписке. Стоимость этих прав относится на дебет маржинального счета «короткого» продавца аналогичным способом, как и дивиденды, выплаченные наличными, или проценты по облигациям.

Голосование

Невозможно создать большее количество голосов для владельцев обыкновенных акций только потому, что кто-то решил продать акции компании без покрытия. В этом случае многие владельцы акций, как и вообще голосующие, предпочитают не использовать свои привилегии, при этом для брокерской фирмы не возникает проблем при обеспечении доверенностями на право голосования всех своих клиентов, которые предпочтут принять участие в голосовании.

В тех редких, но получивших широкую известность случаях, когда идет борьба за получение контроля над компанией и почти все акционеры предпочитают принять участие в голосовании, «короткий» продавец оказывается вынужденным покрыть эту позицию только из-за невозможности нахождения доверенности. Как и все корнеры, подобные обстоятельства бывают интересными, но встречаются редко.

Расходы

«Короткий» продавец при осуществлении продажи и покрытии «короткой» позиции должен заплатить обычные комиссионные при покупке и продаже. При продаже надо также заплатить налоги на операции по трансферту акций, а также взнос Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Старое выражение на Уолл-стрит гласит: «"Бык" платит процент, а "медведь" не платит». Безусловно, это верно, поскольку покупатель «на марже» платит процент по дебетовому сальдо, в то время как «короткий» продавец не заимствует никаких средств и, следовательно, не платит никаких процентов. Однако если «короткая» продажа переоценивается в соответствии с текущими рыночными ценами и дебетовое сальдо появляется на счете продавца, то возникают расходы по выплате процентов. «Короткий» продавец должен выплатить кредитору дивиденды по акциям в течение периода действия кредита. В реальной практике может не быть расходов вообще, поскольку, как указывалось выше, цена акции обычно снижается на сумму дивиденда, когда акции продаются на условиях «исключая дивиденд» и поэтому могут быть куплены по более низкой цене по сравнению с ценой, которая преобладала до того, как акции стали продаваться на условиях «исключая дивиденд». Даже если впоследствии цена возрастет и продажа завершится с убыт-

ком, то убыток предполагается меньшим по размеру по сравнению с ситуацией, когда бы дивиденд не выплачивался.

Для иллюстрации расходов и доходов от «короткой» продажи приведем пример сделки.

Предположим, что г-жа А., ожидающая снижения цен на акции XYZ, решила осуществить «короткую» продажу. Акции продаются по 45. Она продает 100 акций по этой цене и покрывает через 30 дней по 35 после снижения цены на 22%. Акции были заимствованы без процентов.

Короткая продажа: 100 акций по 45		4500,00
Расходы по продаже:		
Комиссионные	82,98	
Взнос в SEC	-	0Ж
Чистые поступления		4416,93
Плюс маржа (предположим, 50%)		2208,47
Совокупный кредит на счете		6625,40
Покупка покрытия: 100 акций по 35	3500,00	
Комиссионные	71,17	3571,17
Новый кредитный остаток		3054,23
Минус гарантийный депозит		2208,47
Чистая прибыль по сделке		845,76

Г-жа А., успешно определившая тенденцию на рынке, получает чистую прибыль в размере 845,76 дол., или примерно 38% от ее первоначальных инвестиций 2208,47 дол.⁷ Конечно, более точный анализ должен учитывать такие дополнительные факторы, как альтернативные издержки по процентам, потерянными на инвестициях и которые могли быть использованы в другом месте, время, необходимое для получения 38% прибыли, которые были бы весьма впечатляющими для шести месяцев, но не слишком хороши для трех лет, а также риск, связанный с инвестициями.

ВИДЫ «КОРОТКИХ» ПРОДАЖ

Обычно используется следующая классификация, которая служит в качестве основы для рассмотрения:

1. Спекулятивные продажи
2. Хеджи (срочные сделки с целью страхования от потерь)
3. Технические продажи
 - а. «Против сейфа»
 - 1) с налоговыми целями
 - 2) с целью хеджирования
 - 3) с поставкой в будущем

⁷ Комиссионные в приведенном примере могут несколько меняться, так как размер комиссионных определяется в результате переговоров между брокерами. Раньше были небольшие налоги, которые приходились на продающую сторону в сделке, но был вновь введен федеральный налог на номинальную стоимость, а налог штата Нью-Йорк на число проданных акций был отменен через несколько лет.

- б. С целью арбитража
 - 1) между различными рынками
 - 2) между эквивалентными ценными бумагами
- в. Дилеров и брокеров по ценным бумагам
 - 1) специалистов
 - 2) дилеров, занимающихся операциями с неполными лотами
 - 3) инвестиционных банков

Спекулятивные «короткие» продажи

Наиболее популярное представление о «коротких» продажах — спекулятивные «короткие» продажи; продавец не имеет акций, однако заимствует их и продает. Ожидается, что акции могут быть проданы по более высокой цене по сравнению с ценой, используемой для покрытия или закрытия сделки. С одной стороны, воздействие спекулятивных «коротких» продаж состоит в увеличении предлагаемых для продажи акций и тем самым замедлении роста цен. С другой — воздействие покрытия состоит в поддержке или повышении цены. Спекулятивный «короткий» продавец имеет только одну цель: продать по одной цене и покрыть по более низкой цене с целью получения прибыли по сделке. В этом продавец может добиться успеха или может его не добиться.

«Короткие» продажи с целью страхования от потерь

При этом виде продаж «короткий» продавец опасается снижения рыночных цен или ухудшения условий бизнеса. Владелец ценных бумаг не хочет получить убыток на своем портфеле. Поэтому этот продавец страхуется от ожидаемого снижения цен путем «короткой» продажи акций, предпочтительнее акций ведущих компаний, которые хорошо подходят для этой цели. Торговец не осуществляет продажу «против сейфа», операцию, которая будет описана чуть ниже, поскольку торговцу не принадлежат проданные акции. Если прогноз окажется правильным, то операции с целью страхования от потерь защитят торговца от убытков, вызванных падением цен на рынке ценных бумаг или деловой активности. Размер активности этого рода неизвестен; вероятно, он невелик.

Технические «короткие» продажи

Эти «короткие» продажи включают все продажи, при которых продавец либо владеет проданными ценными бумагами, либо вскоре вступит во владение ими. Раньше подобные сделки даже не рассматривались в качестве «коротких» продаж. Однако правила SEC поместили их в категорию «коротких» продаж.

«Короткие» продажи «против сейфа»

Слово «сейф», используемое в этой связи, означает сейф для хранения ценностей в банке или счет «короткого» продавца. Торговец реально владеет ценными бумагами, проданными без покрытия. Однако поставка предпочти-

тельнее осуществляется путем заимствования акций, чем поставкой своих собственных акций. Продажа может быть покрыта либо поставкой своих собственных акций, либо за счет покупки акций на рынке.

Существуют три важных типа «коротких» продаж «против сейфа». Первый тип — «короткие» продажи с налоговыми целями. До изменений в законах о доходах 1950 и 1951 гг. можно было получать значительное снижение налогов путем «короткой» продажи ценных бумаг, которые были приобретены в результате «длинной» покупки в ожидании роста цен. Поскольку была получена прибыль от этой сделки, то покупатель должен продать акции без покрытия. Причина состояла в переводе краткосрочных доходов от прироста капитала в долгосрочные доходы от прироста капитала, обеспечивая тем самым льготу от снижения ставки налогообложения на долгосрочные доходы от прироста капитала. По прошествии шестимесячного периода спекулянт мог покрыть «короткую» продажу путем поставки акций, приобретенных в результате «длинной» покупки⁸. Тем самым достигалась значительная экономия на налогах.

Однако последующее налоговое законодательство по-прежнему оставляло льготы для налогоплательщика. Кто-то мог использовать «короткие» продажи для переноса прибыли с одного года на следующий. Например, в ноябре данного года торговец купил 100 акций XYZ по 40. В декабре акции продавались по 50. Торговец захотел сохранить прибыль в размере 1000 дол., однако не желал заносить ее в налоговую декларацию в качестве облагаемого налогом дохода в этом году. Соответственно торговец заимствовал 100 акций XYZ у своего брокера и продал их без покрытия по 50. В январе брокер получил инструкцию поставить «длинную» позицию кредитуру акций, проданных без покрытия. Это действие закрывает как «длинную», так и «короткую» позиции и позволяет реализовать прибыль в размере 1000 дол. в текущем году вместо предыдущего. Размеры подобных «коротких» продаж, обусловленных налоговыми причинами, неизвестны, но они, видимо, значительны.

«Короткая» сделка «против сейфа» может также совершаться с целью *страхования от потерь*. Например, инвестор может владеть большим пакетом акций и опасаться значительного падения цен на рынке. Он не хочет продавать: (1) из-за налогов на доходы от прироста капитала, в особенности если акции стоят недорого, или (2) из-за предположения, что снижение цен может быть временным, но все же может привести к крупным потерям стоимости, если акции могли быть использованы в качестве обеспечения в этот период. Если он продаст аналогичное количество акций без покрытия «против сейфа», то он точно застрахуется от любого риска владения акциями в результате падения цены. При снижении рыночной цены потеря стоимости «длинных» акций компенсируется приростом стоимости по «короткой» позиции. При повышении цен все происходит в обратном порядке. Недостаток этой стратегии, который обычно связан с большинством хеджей, состоит в том, что при повышении цен прибыль, которую можно было бы получить на

⁸ Продолжительность периода владения, необходимого для образования долгосрочного дохода от прироста капитала, колеблется в зависимости от текущего налогового законодательства. В действительности закон о налоговой реформе 1986 г. устранил любое различие между налогами на долгосрочные или краткосрочные доходы от прироста капитала.

владении незастрахованной «длинной» позиции, сводится к нулю потерями на «коротко» проданных акциях.

На первый взгляд эта тактика могла оказаться полезной для должностного лица корпорации, имеющего в силу служебного положения конфиденциальную информацию о делах фирмы и которому принадлежит значительное количество акций, которые он намерен удерживать до ухода с работы. Хотя он знает, что прибыли в ближайшем будущем будут низкими и, вероятно, приведут к падению цен, страхование от потерь путем «коротких» продаж «против сейфа» не является практичным. Если он осуществляет «длинную» продажу акций до оглашения отчета о неблагоприятной ситуации с прибылями, он может нарушить ограничения о продаже акций лицами, располагающими конфиденциальной информацией, согласно Закону о ценных бумагах и биржах 1934 г. Если он осуществляет «короткую» продажу «против сейфа», то он нарушает положения этого же закона, который запрещает *любые* «короткие» продажи акций компании должностными лицами корпорации.

«Короткие» продажи с целями арбитража

«Короткая» продажа может также использоваться в качестве составной части двух или более сделок, чтобы уловить различия в ценах между одними и теми же ценными бумагами, купля-продажа которых осуществляется на разных рынках, или между связанными между собой ценными бумагами, например лежащими в основе акциями и конвертируемыми облигациями. Примером первого типа может быть арбитраж между действительными акциями британской корпорации и американскими депозитными расписками, обращающимися в США. Если стоимость действительных акций превышает стоимость американских депозитных расписок на большую величину, чем разница при обмене соответствующих валют, то арбитражер мог осуществить «короткую» продажу действительных акций, купить эквивалентное количество американских депозитных расписок, немедленно конвертировать американские депозитные расписки и поставить акции для закрытия «короткой» позиции действительных акций. Этот процесс позволяет без какого-либо риска уловить разницу в ценах между ценными бумагами. Это одна из сделок, которые называются добросовестным арбитражем по терминологии регулирования ценных бумаг. Важность указания на *добросовестный арбитраж* состоит в том, что при «короткой» продаже не надо подчиняться правилу up-tic-«многостик» (рассматривается ниже). Поскольку в этих действиях не прослеживается спекулятивных намерений, SEC позволяет арбитражеру получить разницу в цене без ожидания «up-tic», необходимого обычно для «короткой» продажи. В ином случае ко времени выполнения подобных сделок ценовая разница между ценными бумагами могла бы исчезнуть.

Аналогичный арбитраж возможен, когда конвертируемая ценная бумага может быть куплена по цене, которая меньше эквивалентной стоимости акций, в которые она конвертируется. Например, предположим, что облигация конвертируется в 20 обыкновенных акций корпорации XYZ. Если акции продаются по 40, то конверсионная стоимость облигации должна составить 800 дол. (20 акций, полученных при конверсии x 40 дол.). Если облигация

продавалась по 79 (790 дол.), то арбитражер мог продать без покрытия 20 акций и одновременно купить и конвертировать одну облигацию с поставкой полученных акций для закрытия «короткой» позиции. Тогда свободная от риска прибыль составила бы 10 дол. Подобная сделка не стоила бы усилий, если бы в нее входили только одна облигация и неполный лот акций, поэтому арбитражеры должны заниматься крупными партиями для извлечения значительной прибыли из таких небольших расхождений в ценах. Успешные арбитражные сделки требуют больших вложений капитала, усовершенствованных систем связи и небольших комиссионных издержек или вообще их отсутствия.

Иной вид арбитража получил печальную известность во время скандалов 80-х годов в связи с продажей акций корпоративными должностными лицами, располагавшими конфиденциальной информацией. Он называется *рисковым арбитражем*, поскольку позиции подвержены рыночному риску, иногда в течение продолжительных периодов. В этом виде арбитража торговец покупает акции корпорации, которая может оказаться (или о чем уже известно) поглощаемой компанией, и продает без покрытия акции потенциального покупателя. Ожидается, что цены на акции поглощаемой компании пойдут вверх в ответ на предложение, контрпредложение с другой стороны или стратегию защиты, применяемой самой корпорацией. В то же время цены на акции поглощающей компании часто понижаются, что отражает возможное снижение стоимости акций или большие финансовые издержки. Стратегия действий в таких случаях обычна, и большинство крупнейших брокерских фирм имеют отдел рискованного арбитража. Сомнительная репутация этих операций возникла в результате действий нескольких крупных торговцев, которые раздобыли и использовали конфиденциальную информацию о поглощениях в 80-х годах, тем самым нарушив федеральное законодательство. В их позициях не было почти никакого риска, поскольку они либо знали об исходе заранее, либо могли добиться прибыльного урегулирования, заставив компанию, являющуюся объектом попытки поглощения, выкупить свои акции по более высокой цене. Эта практика известна как «зеленый шантаж». Осуждение некоторых из этих торговцев привело к тому, что слово «арбитраж» стало ассоциироваться общественностью с преступлениями того времени на Уолл-стрит.

Продажи дилеров по ценным бумагам

Брокеры и дилеры могут использовать «короткие» продажи с различными целями. Специалистам часто необходимо прибегать к использованию этого вида сделок с целью наведения порядка на рынке акций, на котором они специализируются.

Те, кто занимается сделками с неполными лотами, например крупные биржевые брокерские фирмы и специалисты, могут также совершать «короткие» продажи, когда публика покупает «на балансе», а позиции дилеров недостаточны для удовлетворения спроса.

Инвестиционные банки, которые поставляют новые эмиссии или держат значительные нетто-позиции, могут считать выгодными «короткие» прода-

жи. Покрытие таких «коротких» продаж имеет тенденцию к стабилизации рынка и тем самым защищает их от убытков по нетто-позициям, от которых они могли пострадать при понижении цен на рынке. В случае новых эмиссий покрытие «коротких» продаж может помочь новому рынку хорошо стартовать путем предотвращения незначительных понижений цены немедленно после эмиссии, понижений, которые могут побудить новых публичных покупателей продавать.

РЕГУЛИРОВАНИЕ

Критика и защита

«Короткие» продажи были предметом многочисленных исследований. Идея продажи без покрытия, продажи того, что тебе не принадлежит, не воспринимается людьми, привыкшими к обычной практике в розничной торговле и обрабатывающей промышленности. Легко найти аналогии в обычном опыте, например, акцепта предоплаты для поставки готовой продукции, однако эти действия обычно не относятся к аналогичным операциям. Поэтому легко подвергать критике эту практику.

Возможности для злоупотреблений также очевидны. Если несколько торговцев осуществляют «короткие» продажи в значительном объеме по данной эмиссии акций, то их действия со всей очевидностью приведут к увеличению предложения данных акций на рынке. Если в то же время цена на акции снижалась, поскольку уже существовала тенденция превышения предложения над спросом при данных ценах, то действия «коротких» продавцов ускорили бы падение цен. Аналогично если бы торговцы, осуществившие «короткие» продажи, покрывали свои сделки путем покупки в условиях повышения цен на рынке, то их действия ускорили бы рост цен. В этих случаях «короткие» продажи могли бы, таким образом, усилить как подъемы, так и спады; это, безусловно, вызвало бы критику.

Напротив, если торговцы осуществили «короткие» продажи при повышении цен (в ожидании их снижения) и покрыли свои продажи путем покупок в период снижения цен (в ожидании их повышения), их действия укрепили бы стабильность рынка. Заметим, что описанные ниже ограничения, наложенные на «короткие» продажи, предназначены повысить вероятность именно этого вида действий.

Наиболее важным фактором при оценке полезности «коротких» продаж на рынке является преобладающее использование этой техники профессионалами. Трудно спорить с аргументами в пользу технических «коротких» продаж. В целом (1) они позволяют владельцам ценных бумаг осуществлять продажи с минимальными рисками и задержками, когда нет возможности произвести немедленную поставку; (2) они позволяют как индивидуальным, так и институциональным владельцам ценных бумаг избегать риска колебания цен; (3) они помогают операциям дилеров с неполными лотами; (4) они благоприятствуют работе специалистов; и (5) они делают возможными арбитражные операции.

Критика в настоящее время

В настоящее время наблюдается меньше критических замечаний в адрес «коротких» продаж по сравнению с любым другим временем за много лет. В прессе появляется мало комментариев «за» или «против» «коротких» продаж. Сенатское расследование рынка в 1955 г. вообще не касалось «коротких» продаж, и в окончательном отчете нет даже упоминания этого аспекта спекулятивной активности. Регулярные отчеты в середине месяца о сумме ценных бумаг, проданных без покрытия, продолжают появляться в прессе, но лишь отдельные способны привлечь к ним внимание.

Правила до 1931 г.

До 1931 г. NYSE имела три правила по «коротким» продажам. Их суть состояла в том, что нельзя совершать «коротких» продаж, которые бы могли «деморализовать» рынок. Иными словами, члены биржи не должны были совершать подобных продаж ни за свой собственный счет, ни для покупателей, если подобные сделки могли дезорганизовать рынок. Применение правил не было точно определено, однако их намерения были выражены четко.

Правило 1931 г.

В 1931 г. NYSE приняла правило, требовавшее, чтобы все продажи были обозначены как «длинные» или «короткие». Цель состояла в том, чтобы биржа могла определить размеры и источники «коротких» продаж. Это было только рекламное регулирование; оно ни в коей мере не касалось прав спекулянтов осуществлять «короткие» продажи.

Правило 1935 г.

Несмотря на то что правило 1931 г. реально не ограничило «короткие» продажи, брокеры по-прежнему не позволяли проводить «короткие» продажи по меньшей цене по сравнению с ценой последней продажи; подобная операция рассматривалась как «деморализующая рынок». Согласно этому неофициальному кодексу «короткую» продажу нельзя было осуществить по данной цене до тех пор, пока не была проведена «длинная» продажа по той же или более низкой цене. Следовательно, интерпретируя правила 1931 г., брокеры предпринимали некоторые попытки предотвратить излишние продажи при понижении цен на рынке. По предложению SEC эта практика была официально включена в 1935 г. в качестве правила NYSE в следующей формулировке: «Ни один член не должен воспользоваться какими-либо услугами биржи для осуществления на бирже «короткой» продажи любой ценной бумаги в объеме стандартной единицы торговли по более низкой цене по сравнению с ценой последней «обычной» продажи этой ценной бумаги на бирже»⁹.

⁹ Глава XIV *Rules of the Governing Committee, 1935.*

Несмотря на то что это правило стремилось устранить непрерывный ряд «коротких» продаж при постоянно снижающихся ценах, оно не смогло полностью предотвратить чрезмерные «короткие» продажи.

Закон о ценных бумагах и биржах

Закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. не вводил запрета ни на «короткие» продажи, ни на какое-либо их специфическое регулирование, хотя достаточно значительное число законодателей желало запретить или жестко ограничить «короткие» продажи.

Только три упоминания касались «коротких» продаж. Во-первых, раздел 7 предоставлял Совету управляющих ФРС право устанавливать размер первоначальной маржи для подобных сделок. Во-вторых, раздел 10, касавшийся использования спекулятивных и вводящих в заблуждение средств, констатировал незаконность осуществления «коротких» продаж на национальных фондовых биржах, нарушивших такие правила и регулирование, которые SEC могла предписать в качестве необходимых и соответствующих мер для защиты интересов общественности или инвесторов. В-третьих, раздел 16 запрещал осуществление «коротких» продаж директорам, должностным лицам и крупнейшим владельцам акций в компаниях, в которых они имели эти позиции. Поэтому закон предоставил SEC полное право запрещать или регулировать подобные сделки тем способом, который она сочтет подходящим.

Согласно полномочиям, предоставленным законом, Комиссия по ценным бумагам и биржам сформулировала правила 10A-1 и 10-A2, которые в настоящее время регулируют «короткие» продажи на любой национальной фондовой бирже.

Правило 1938 г.

Первое регулирование «коротких» продаж SEC было введено 8 февраля 1938 г. после того, как комиссия исследовала падение цен на рынке в 1937 г., когда имело место значительное количество «коротких» продаж акций определенных ведущих компаний. Регулирование осуществлялось посредством правил 10A-1 и 10A-2. По существу, оба правила сохранились до настоящего времени со времени своего создания в 1938 г., за исключением положения, констатирующего, когда можно осуществлять «короткую» сделку. Мы приводим здесь только часть правила 10A-1, которое гласило: «Ни одно лицо... не должно осуществлять «короткую» продажу любой ценной бумаги по цене или ниже цены, по которой последняя обычная сделка была проведена на подобной бирже».

Это правило означало, что «короткую» продажу нельзя было осуществить по равной или более низкой цене по сравнению с ценой последней продажи; это означало, что все продажи должны быть осуществлены по цене, которая по меньшей мере на $\frac{1}{8}$ пункта выше цены последней продажи. До тех пор пока цены на рынке продолжали снижаться, нельзя было осуществить «короткую» продажу.

В результате применения этого правила резко сократилась сумма ценных бумаг, проданных без покрытия, и «короткие» продажи почти исчезли. В течение некоторого времени существовала лазейка; из правила SEC исключались сделки с неполными лотами. В результате «короткие» продажи посредством сделок с неполными лотами быстро увеличились. Нью-Йоркская фондовая биржа закрыла эту лазейку, поставив сделки с полными и неполными лотами на равную основу (правило 435). Комиссия по ценным бумагам и биржам допускала, что ее правило было уязвимым, но не стала менять его.

Через некоторое время комитет NYSE по процедуре торговли в операционном зале разработал предполагаемые изменения этого правила и представил их в Комиссию по ценным бумагам и биржам. После проведенного рассмотрения эти предложения были быстро приняты. Эти поправки стали действовать с 20 марта 1939 г.

Другие разделы правила 1938 г.

Правило 1938 г. содержит несколько других положений, достойных внимания. Ни одну продажу нельзя было осуществить до тех пор, пока она не получила пометку «длинная» или «короткая». Это было только продолжением правила 1931 г., которое NYSE установила за много лет до этого.

Ни одна продажа не получала пометку «длинная» до тех пор, пока ценные бумаги, которые должны быть поставлены после продажи, действительно не поступят на счет клиента или они принадлежат клиенту. Если имеющиеся ценные бумаги не поставлены в результате продажи, то это «продажа против сейфа», которая должна получить пометку «короткая».

Определенные «короткие» продажи исключены из правила повышения цены, включая продажи владельцем ценных бумаг, который намерен поставить их как можно быстрее, не создавая чрезмерных неудобств и не приводя к излишним расходам, балансирующие продажи специалистов и других дилеров по сделкам с неполными лотами и продажи арбитражерами эквивалентных ценных бумаг¹⁰.

Правило 1939 г.

Регулирование SEC «коротких» продаж в том виде, как оно стало выглядеть после поправок 1939 г., с тех пор изменялось лишь в незначительных деталях.

Раздел (а) правила 10A-1 настолько важен для понимания современного регулирования «коротких» продаж, что мы его частично процитируем:

«Ни одно лицо не должно за свой собственный счет или за счет какого-либо иного лица осуществлять на национальной бирже ценных бумаг «короткую» продажу любых ценных бумаг (1) по цене, которая ниже цены последней продажи, которая была обычным способом осуществлена на этой бирже, или (2) по этой цене, если эта цена не выше следующей предшествующей отличающейся цены, по которой продажа этих ценных бумаг была обычным способом осуществлена на этой бирже».

¹⁰ Расширенную версию этого предмета можно найти в правиле 440В Нью-Йоркской фондовой биржи.

Всегда можно продавать без покрытия акции по более высокой цене по сравнению с ценой последней продажи. Следовательно, если цена акций при последней продаже составляла **50**, то можно осуществлять «короткую» продажу по **5078**. По правилу **1938** г. это был единственный разрешенный вид «короткой» продажи.

«Короткую» продажу нельзя было осуществить по цене, которая ниже цены последней продажи, независимо от тенденции на рынке. Это устраняло сбивание цен путем продажи акций, когда цены на рынке понижаются. Можно осуществлять «короткие» продажи по цене последней сделки только при одном условии, если эта цена выше следующей предшествующей отличающейся цены.

До тех пор пока цены стабильны и последнее изменение цены было в сторону повышения, можно осуществлять бесконечное число «коротких» сделок по той же самой цене.

Здесь следует упомянуть о таком положении раздела (а). В случае если акции продаются на условиях «исключая дивиденд», все цены продаж до даты подобных продаж снижаются на величину дивиденда. Например, предположим, что акции можно продать без покрытия по **50**. Компания объявляет дивиденд в размере **1** дол. на акцию; после того, как акции начинают продаваться на условиях «исключая дивиденд», акции можно продавать без покрытия по **49**.

Брокеры и клиенты, которые хорошо знакомы с действием правила осуществления «коротких» продаж, имеют специальную терминологию вместо использования употребленной в правиле фразы «по этой цене, если эта цена не выше следующей предшествующей отличающейся цены». Они используют термины «plus tic» («плюс тик»), «minus tic» («минус тик») или «zero plus tic» («нулевой плюс тик»).

«Плюс тик» происходит тогда, когда данная продажа на бирже осуществлена по более высокой цене по сравнению с ценой предшествующей сделки. Телевизионные экраны над каждым торговым постом в операционном зале показывают цену последней сделки по каждой эмиссии акций. Знаки плюса и минуса показывают, представляет ли это число «плюс тик» или «минус тик».

«Минус тик» происходит тогда, когда продажа осуществлена по более низкой цене по сравнению с ценой предшествующей сделки. Например, возьмем три продажи: по **35**, $34\frac{7}{8}$ и $34\frac{3}{4}$. Как вторая, так и третья продажи являются последовательными «минус тик»; «короткую» продажу нельзя осуществлять на «минус тик». «Короткую» продажу можно осуществлять после «минус тик», если ее провести по предложенной покупателем цене, которая по меньшей мере на $\frac{1}{8}$ выше цены, которая привела к «минус тик».

«Нулевой плюс тик» происходит тогда, когда данная продажа осуществлена по цене предшествующей продажи, но последнее изменение цены было в сторону повышения. Для иллюстрации возьмем три продажи: **50**, $50\frac{X}{A}$ и $50\frac{1}{A}$. Не было изменений цены между второй и третьей продажами; изменение было нулевым. Однако $50\frac{1}{4}$ было выше, чем при продаже по **50**, что дает нам плюс. Цена третьей продажи была на уровне цены второй продажи, но выше цены первой продажи. «Короткую» продажу всегда можно осуществить по • нулевому плюс тик».

«КОРОТКИЕ» ПРОДАВЦЫ

«Короткими» продавцами являются главным образом профессиональные торговцы, обычно члены бирж. От 80 до 90% «коротких» позиций принадлежат в типичных случаях таким профессионалам, как специалисты и арбитражеры, а прочие 10—20% — торгующей публике. Из этого количества значительная часть приходится на «короткие» продажи «против сейфа» с налоговыми целями.

Достаточно часто на несколько «коротких» продавцов приходится большая часть суммы ценных бумаг, проданных без покрытия, которые концентрируются на относительно коротком списке эмиссий акций. Вероятно, это вызвано концентрацией интереса на эмиссиях, с которыми проводятся арбитражные операции.

Публика, участвующая в сделках с неполными лотами, обычно незнакома с продажей акций без покрытия и неохотно использует ее. Являясь типичными покупателями акций на определенную сумму, публика не доверяет продажам акций без покрытия. В течение большинства лет удельный вес «коротких» продаж во всех публичных сделках с неполными лотами составляет менее 1%.

РАБОТА СПЕЦИАЛИСТА

Специалисты являются членами биржи, которые занимаются покупкой и продажей одной или нескольких определенных эмиссий акций в операционном зале. Их работа занимает центральное место в деле поддержания свободного устойчивого рынка эмиссий, по которым они выступают в роли специалистов. Специалисты на большинстве бирж — обычно работники фирм, которые занимаются преимущественно или исключительно этой деятельностью. На Нью-Йоркской фондовой бирже существует примерно 60 подобных фирм.

Специалисты могут выступать в сделках в качестве брокеров или дилеров. Как брокеры, они исполняют приказы для других брокеров за комиссионные. Как дилеры, они действуют за свой собственный счет, прибыль и риски. В этом качестве они покупают у публики акции для продажи и продают публике, поддерживая рынки путем покупки акций по более высокой цене, чем кто-либо еще готов в это время заплатить, и продажи акций по более низкой цене, чем кто-либо еще готов в это время купить. Клиентами специалистов являются другие члены биржи; в качестве специалистов они не совершают коммерческие сделки непосредственно с публикой.

ХАРАКТЕР И ЗНАЧЕНИЕ ЭТОЙ РАБОТЫ

Происхождение специалистов не совсем ясно. Предание говорит, что некий г-н Бойд примерно в 1875 г. сломал ногу. После возвращения в операционный зал биржи он осуществлял свою торговлю, сидя на стуле. Из-за своей суженной мобильности он ограничил свои операции акциями «Western Union», в то время очень популярной эмиссией. Этот план оказался настолько удачным, что он продолжил эту практику даже после того, как окончательно

встал на ноги. Однако функция специалистов развивалась достаточно медленно, и только примерно с 1910 г. она приобрела важное значение. В течение первой мировой войны она полностью оправдала возложенные на нее ожидания и сыграла очень важную роль в торговле ходовыми военными акциями того периода.

Значение этой работы

Специалисты должны создавать устойчивый рынок эмиссий акций, за который они отвечают. Их работа состоит в обеспечении «двустороннего» рынка этих акций. Это означает, что они должны котировать заявки с указанием цены, по которой они купят акции у продавца, и предложения или запрашиваемую цену с указанием цены, по которой они продадут акции покупателю. Они действуют в качестве либо брокера, либо дилера, но никогда одновременно в двух этих качествах по одной и той же сделке. Специалисты действуют в качестве брокеров, когда они принимают приказы для исполнения у других членов биржи. Большая часть приказов, поступивших к специалистам, являются либо лимитными, либо приказами «стоп», цены которых отстают слишком далеко от текущего рыночного уровня для первоначального брокера, к которому поступил приказ, чтобы можно было ждать быстрого исполнения. Специалисты действуют в качестве дилеров, когда они покупают или продают акции за свой счет. Их дилерская функция может быть использована только тогда, когда необходимо поддержать порядок на рынке. Если не поступает публичных приказов в течение нормального периода времени после совершения последней сделки, специалист должен купить или продать акции на свой собственный риск для размещения приказов из других организаций-членов.

Их значение на рынке определяется по меньшей мере двумя показателями. Во-первых, это *степень участия*, которая измеряется делением суммы акций, купленных и проданных специалистами, действующими в качестве принципалов, на двойной совокупный объем торговли на бирже. Например, в 1989 г. специалисты купили и продали 7,96 млрд акций за свой собственный счет, или 9,5% совокупных покупок и продаж в том году¹¹. Второй аналитический показатель измеряет степень участия специалистов либо в покупках, либо в продажах в совокупном объеме. В 1990 г. этот показатель составил 19,9% и показал, что 80,1% всего объема торговли на бирже в этом году приходился на фирмы-члены и публичные приказы, сделки которых обошлись без вмешательства специалистов¹².

4

Критика специалистов

Функция специалистов является монопольной. Каждая эмиссия акций имеет только одного специалиста, и существует только одно место в операционном зале биржи, где можно купить определенные акции, — торговый пост,

¹¹ NYSE Fact Book — 1990, pp. 19—20.

¹² NYSE Fact Book — 1991, p. 17.

где находится специалист по данной эмиссии акций. Когда корпорация подает заявку на включение акций в котировочный список NYSE, заинтересованные члены могут подать заявку на роль специалиста по данной эмиссии. Директора биржи назначают специалиста на должность на основе различных критериев, однако наиболее важным является предшествующий опыт в качестве специалиста. Следовательно, роль специалистов является в значительной степени «самосохраняемой». Некоторые фирмы являлись специалистами по одним и тем же эмиссиям акций с 20-х годов.

Только специалист имеет право «делать» рынки по данной эмиссии, и только специалист имеет «блокнот» для открытых приказов. Некоторые люди считают, что эта концентрация информации ставит их в невыгодное положение в сделках с участием специалистов. Например, сторонники NASDAQ (гл. 9) считают, что их система конкурирующих «делателей» рынка создает более справедливые рынки. Фирмы-члены, которые обрабатывают приказы по крупным пакетам акций от институциональных клиентов, иногда рассматривают специалистов в качестве соперника, поскольку информация, которой обладает специалист, может сократить их возможности по исполнению приказов по цене, благоприятной для их клиентов.

Тем не менее рынки, поддерживаемые специалистами, остаются самыми справедливыми и наиболее ликвидными в мире. В 1989 г. 95,9% всех сделок на NYSE совершалось либо без изменения цены по сравнению с предыдущей сделкой, либо с изменением цены в рамках $\frac{x}{6}$ пункта по сравнению с предыдущей сделкой. Средняя разница между запросом и предложением составляла $\frac{x}{4}$ пункта или меньше по 81,5% котировок того года. Хотя эта статистика свидетельствует в основном в пользу справедливости на рынке, вероятность продолжения критики специалистов сохранится из-за очевидного конфликта интересов, присущих этому институту¹³.

Блокнот специалиста

Основным инструментом специалиста является его «блокнот». В свое время это был настоящий блокнот, в который он заносил приказы, поступавшие к нему от других членов. Сейчас этот «блокнот» стал электронным, что позволило всей информации находиться на терминале на каждом торговом посту. Некоторые старые члены могут по-прежнему сохранять блокнот старого образца для неходовых эмиссий или некоторых привилегированных акций.

Если брокер из фирмы-члена приходит к специалисту с приказом, который нельзя немедленно исполнить по текущей рыночной цене, то тот, вероятнее всего, передаст приказ специалисту, который возьмет на себя роль брокера-члена или агента. Это предоставляет члену биржи свободу для исполнения приказов на других постах без опасения не выполнить поручение клиента на оптимальных условиях. Например, если текущая котировка акций IBM составляет 95 по запросу и 95¹/₄ по предложению, то брокер, вероятно, передаст приказ специалисту о продаже акций IBM по 96, поскольку изменение цены в сторону 96 может не казаться неизбежным. Аналогичным

¹³ NYSE Fact Book - 7990, p. 22.

образом приказ «стоп» о продаже акций IBM по 94 также будет передан специалисту. Если специалист впоследствии исполнит подобные приказы, он получает брокерское вознаграждение от фирмы-члена, приказ которой был исполнен.

Приказы, оставленные у специалиста, заносятся в блокнот в порядке указанной цены. Если несколько приказов заносятся по одинаковой цене, то приоритет имеет первый приказ по очередности поступления, затем второй и т.д. Схематический пример из блокнота может помочь проиллюстрировать его работу:

Покупка	IBM	Продажа
200 MER; 100 PW	94	
500 GS	94 ¹ / ₈	
100 AGE; 900 SL	94 ¹ / ₄	
	94 у «	
	94 ¹ / ₂	ZOO SB; 300 SAL
	94 ⁵ / ₈	600 FOB

Приведенный блокнот включает только лимитные приказы. Приказы «стоп» не приводятся для ясности, но они могут появиться выше приказов о продаже (о продаже «стоп») и ниже приказов о покупке (о покупке «стоп»).

Брокер, осведомляющийся о «размере и котировке», может получить такой ответ от специалиста: «94¹/₄ — 94¹/₂, 10 x 15». Это означает, что имеются приказы о покупке 1000 акций по 94¹/₄ и приказы о продаже 1500 акций по 9472. Следовательно, если брокер имел рыночный приказ о покупке до 1500 акций, то приказ мог быть немедленно исполнен по цене 947г. Если специалист исполнил приказ по этой цене, он мог бы получить комиссионные как со «Smit, Barhey» (SB), так и «Salomon Brothers» (SAL). С другой стороны, если бы был приказ о покупке 100 акций по 94, то брокер, вероятнее всего, оставил бы приказ специалисту и затем проследовал к другим торговым постам для исполнения других приказов.

Специалист в качестве дилера

Предположим, что брокер пытался получить лучшую цену для рыночного приказа клиента по сравнению с текущей низкой ценой предложения по 9472. В тот момент никто не запрашивал по цене 94³/_s, поэтому он может послать запрос по этой цене, сказав «³/_s за 500», что означает желание заплатить 94³/_Д за 500 акций. Если в это время на этом посту находились другие брокеры — «толпа», любой из них мог принять запрос, сказав «продано», и обменяться бланками приказа с брокером. Однако если не было «толпы», специалист сам мог бы продать акции со своего собственного счета. Путем предложения продать по лучшей цене по сравнению с самым лучшим другим предложением он обеспечивает меньшую разницу между ценами продавцов и покупателей и лучшие условия рынка для публичных приказов. Хотя эта функция более сложная, она хорошо демонстрирует обязанности специ-

алиста в качестве дилера. В отсутствие публичных приказов он должен обычным способом купить или продать акции за свой счет и на свой риск. При выступлении в качестве дилера он может не конкурировать с публичными приказами, которые всегда имеют над ним приоритет.

Помимо простого исполнения приказов на специалиста возлагаются обязанности совершать «стабилизирующие» сделки. По 75% своих сделок за свой собственный счет он должен покупать по «минус тик» и продавать по «плюс тик», т.е. действовать вопреки рыночной тенденции. Это в точности до наоборот то, что должны делать нормальные инвесторы. Путем покупок при снижении цен на рынке и продажи при их повышении специалист способствует также движению цен и сохраняет различия в ценах от сделки к сделке на минимальном уровне. В 1989 г. специалисты в целом показали «степень стабилизации» на уровне 86% (от совокупного объема сделок за их собственный счет, 86% акций было куплено по ценам, которые были ниже цен последней продажи, или продано по ценам, которые были выше цен последней продажи).

При резком падении цен на рынке специалист может, по существу, стать единственным покупателем акций, поскольку другие возможные покупатели придержат свои приказы в ожидании более стабильных цен. Правила NYSE не требуют от специалиста покупать все акции, предложенные по цене последней сделки или даже по любой определенной цене. Подобное требование могло бы быстро привести к банкротству любого специалиста при энергичной распродаже. Некоторые люди критиковали специалистов за то, что они не сдерживают цены при понижении или не стимулируют цены при повышении. Ни одна из этих функций не является работой специалиста. Если он обеспечивает порядок на рынке акций, на которых он специализируется, он выполняет ту работу, которая предписана ему биржей.

Некоторые также высказывают озабоченность относительно капитала, необходимого на текущем рынке. Большинство фирм специалистов относительно малы при сравнении с крупными публичными брокерскими фирмами, с которыми они осуществляют сделки в операционном зале биржи. Поскольку размер типичного приказа увеличивается, а институциональная активность продолжает доминировать в объеме торговли, риск возрастает. При крахе рынка в 1987 г. многие специалисты оказались в весьма затруднительном положении при выполнении своей роли из-за очень большого количества акций, которые они были вынуждены купить, будучи лишь свидетелями дальнейшего падения цен на эти акции до того, как они могли быть перепроданы. Некоторые особенно ослабевшие фирмы были впоследствии куплены теми самыми брокерами, которые находились в числе их наилучших клиентов. В настоящее время несколько брокерских фирм с крупным публичным бизнесом также управляют отделами специалистов в операционном зале биржи. В число этих фирм входят «Merrill Lynch» и «Bear Stearns». В этих случаях биржа требует строгого разграничения деятельности специалистов и материнской брокерско-дилерской фирмы. В противном случае знание содержания «блокнота» может предоставить несправедливое преимущество клиентам материнской компании.

«Остановленные» акции

Несмотря на похожее название, эта практика не имеет ничего общего с приказами «стоп». Ее можно рассматривать как гарантированное исполнение по установленной или лучшей цене. Предположим, что брокер приходит в «толпу» на торговом посту с приказом о покупке 300 акций по рыночной цене. Текущая котировка составляет $50 - 50^*/4, 6 \times 20$, при этом последняя продажа произошла по 50. Это означает, что предшествующий продавец «йеребил запрос» и невозможно продать по $50^1/в$. Если брокер покупает по текущей низкой цене предложения $50^1/«$, то рыночная цена повысится на $1/4$ пункта по сравнению с последней продажей. Вместо этого брокер выкрикивает заявку на 300 акций по $50^1/s$, но не получает никакого ответа ни от специалиста, ни от других членов «толпы». Не желая просто принять текущую цену предложения, брокер может предпочесть обратиться к специалисту, чтобы тот «остановил» 300 акций по этой цене. Специалист берет приказ и соглашается исполнить его по наилучшей текущей цене предложения. Действительно, брокеру гарантирована цена $50^*/4$ или лучше и он может покинуть пост, уверенный в том, что он получил наилучшую цену. Теперь специалист может запросить от имени клиента по $50^3/s$, как только продавец появится на рынке и будет готов совершить сделку по этой цене. Если ни один продавец не появится в течение нормального времени, то специалист купит акции по заявке с самой низкой ценой из своего блокнота. Таким образом брокер добился наиболее выгодного исполнения приказа для своего клиента, не боясь невыполнения его поручения на оптимальных условиях и ответственности за убытки в результате этого. Клиент, получивший отчет: «вы «остановлены» по цене $50У4$ », знает, что он купил акции по цене, не хуже данной цены.

Специалист не обязан «останавливать» любой приказ, хотя является обычной практикой разрешать большинство запрошенных «остановок». Причина проста: это позволяет специалисту сохранять ликвидность и стабильность на рынке и хорошие отношения на будущее с его главными коммерческими «источниками» — брокерами фирм-членов, работающими в операционном зале. Кроме того, большинство «остановок» приводит к получению специалистом дохода в виде комиссионных от брокера, работающего в операционном зале, действуя в качестве агента брокера. Специалистам запрещено распространять «остановки» на непубличные приказы, и поэтому они не могут «останавливать» свои собственные счета, счета других специалистов или конкурирующих торговцев.

Открытие рынка

Наиболее сложный для специалиста период в течение дня обычно приходится на открытие рынка. К этому времени накопилось множество приказов, часть из них — рыночные, другие — лимитные, а также приказы «стоп». Обязанность специалиста состоит в открытии рынка, при этом цена должна позволить исполнить все рыночные приказы, а также быть как можно ближе к цене закрытия предыдущего дня с целью сохранения порядка на рынке с

учетом ситуации. Они делают это путем рассмотрения всех приказов и установления наиболее справедливой цены. Они должны учесть отмены приказов и другие изменения и включить приказы, поступившие до открытия. Эта ситуация может позволить специалисту прийти к равновесной цене для покупателей и продавцов. Однако может оказаться необходимым найти покупателей в условиях доминирования продавцов, и наоборот. Во многих случаях может возникнуть необходимость увеличить предложение акций или купить акции за свой собственный счет с целью уравнивания объема покупок и продаж.

Услуги специалистов в трудных обстоятельствах можно хорошо продемонстрировать на примере действий на рынке в понедельник 26 сентября 1955 г., в первый безумный рабочий день после сердечного приступа у президента Эйзенхауэра, который случился с ним 24 сентября. В тот день при открытии рынка все специалисты имели в сумме нетто-позиции в объеме 1 651 000 акций, которые стоили примерно 50 млн дол. по ценам предыдущей пятницы. Из-за огромного размера продаж акций за наличные деньги при открытии рынка 26 октября специалистам было необходимо в совокупности купить еще 1 099 000 акций стоимостью 49,1 млн дол. для стабилизации рынка. В течение дня покупки специалистов составили 23% всех покупок. К концу дня специалисты держали 2 246 524 акций с общей рыночной стоимостью 73,4 млн дол.

РЕГУЛИРОВАНИЕ СОГЛАСНО ЗАКОНУ О ЦЕННЫХ БУМАГАХ И БИРЖАХ

Поддержание порядка на рынке

Закон о ценных бумагах и биржах требует, чтобы SEC создала такие правила и нормы регулирования, которые могут быть разумно необходимы, чтобы позволить специалисту поддерживать справедливый рынок и порядок на нем. Отметим, что конгресс намеревался скорее ограничить функцию специалистов по поддержанию порядка на рынке, чем их торговлю с выгодой для себя.

Предоставление информации

Специалисты могут не раскрывать содержание своих блокнотов никому, за исключением должностных лиц биржи, уполномоченного посетителя операционного зала или специалиста, который может работать для этого специалиста. Однако SEC может требовать раскрытия информации, когда это необходимо в общественных интересах. Можно почти не сомневаться, что блокнот специалиста содержит очень полезную информацию для некоторых спекулянтов. Не считается раскрытием содержания блокнота специалиста информация о количестве акций по наилучшему запросу и предложению. Однако они могут этого и не делать, если сочтут, что подобные действия нецелесообразны.

«Дискреционные» приказы

Специалисты могут исполнять только рыночные или лимитные приказы. Другими словами, специалист должен получить инструкции по эмиссии, виду приказа, общему количеству и покупке или продаже. В этих вопросах специалисты не должны иметь свободы действий. Однако правила разрешают в определенной степени учитывать мнение брокера о следующем: должен ли специалист «останавливать» акции, давать запросы и предложения на все количество в приказе, а также запрашивать по цене или ниже цены приказа и предлагать по цене или выше цены приказа.

Манипулирование

Любая форма манипулирования ценами на ценные бумаги со стороны специалиста незаконна согласно разделам 9 и 10 закона. Этот запрет относится также ко всем другим членам биржи. Следует также отметить, что манипуляция запрещена уставом биржи и ее правилами.

РЕГУЛИРОВАНИЕ ФОНДОВОЙ БИРЖИ

Свод правил был первоначально составлен NYSE и время от времени корректировался в отношении специалистов. Их цель состояла в обеспечении эффективных и честных услуг специалистами для своих клиентов во все времена.

Регистрация

Согласно правилу 103 все специалисты должны быть зарегистрированы на бирже. Это позволяет бирже проверять деятельность членов, выступающих в этом качестве. Деятельность специалистов невозможна без регистрации.

Сделки с целью сохранения порядка на рынке

Вероятно, наиболее важным правилом NYSE является правило 104, которое гласит, что ни один специалист не должен покупать или продавать за свой счет или за счет того, в ком специалист заинтересован, если подобные сделки не считаются нормально необходимыми для поддержания справедливого рынка и порядка на нем. Это правило аналогично разделу 11 Закона о ценных бумагах и биржах и имеет своей целью предотвращение чрезмерной торговли с целью извлечения прибыли. В принципе это правило очень четкое. На практике определение того, что составляет торговлю с целью поддержания справедливого рынка и порядка на нем, приобретает комплексный характер. Не может быть точного ответа. Правило не препятствует специалистам осуществлять сделки с извлечением прибыли; они могут также понести убыток в такой деятельности. Смешно считать, что специалист стал бы совершать сделки, не имея цели получения прибыли. Однако правило стремится предотвратить чрезмерную и не обусловленную соответствующими причинами

торговлю специалиста за свой собственный счет, которая может поставить в невыгодное положение инвесторов, обслуживаемых на рынке.

Пулы и опционы

Правило 105 устанавливает, что ни специалист, ни организация специалиста, ни участник такой организации не должны иметь любых прямых или косвенных интересов в любом пуле, который совершает сделки с акциями, по которым специалист зарегистрирован, и эти стороны не должны прямо или косвенно держать, приобретать, субсидировать или иметь интересы в любом опционе по акциям, по которым специалист зарегистрирован. Как будет отмечено в главе 16 о спекуляции, опционы одно время играли важную роль в спекуляции ценами на ценные бумаги со стороны пулов.

Котировки за собственный счет

Специалист может давать котировки акций за свой счет, а не из блокнота с целью поддержания меньшей разницы в ценах, и сохранения надлежащей ценовой преемственности.

По какой цене может специалист котировать акции за свой счет? Специалист может и должен давать котировки акций, когда либо нет запросов, либо нет предложений по записям в блокноте. Когда имеются запросы и предложения по записям в блокноте специалистов, они могут давать котировку акций, но не могут конкурировать со своими записями в блокноте. Они могут давать запросы и предложения за свой собственный счет в рамках запросов и предложений, имеющих в блокноте, с целью улучшения положения на рынке. Однако они не могут покупать по цене или ниже цены любого приказа о покупке, записанного в их блокнотах, до тех пор, пока они не исполнят приказы своих клиентов по этим ценам, а также они не могут продавать по цене или выше цены приказа о продаже, записанного в их блокнотах, до тех пор, пока они не исполнят приказы своих клиентов по этим ценам. Например, предположим, что котировка из блокнота составляет от 25 до $25\frac{1}{2}$. Специалист мог предложить акции по цене ниже $25\frac{1}{2}$, например по $\frac{3}{4}$, $\frac{1}{2}$ или Vs. Специалист мог сделать запрос на акции по $25\frac{1}{8}$, $\frac{1}{4}$ или $\frac{3}{8}$. Ни в одном из этих примеров специалист не конкурирует с запросами и предложениями, записанными в его блокноте, а только создает лучший рынок с меньшей разницей в ценах.

Согласно приведенной иллюстрации, если последняя продажа состоялась по $25\frac{3}{4}$, то специалисту не разрешено давать запрос по $25\frac{1}{4}$, поскольку меры регулирования запрещают покупку по цене, которая выше цены последней продажи на той же сессии, за исключением случаев, отмеченных ниже.

Сделки за собственный счет

Специалисты могут совершать сделки за свой счет только в том случае, если эти сделки необходимы для рынка, достижения позиций, соответствующих

немедленным или ожидаемым потребностям рынка, или для покрытия «короткой» продажи. За исключением сделок, которые необходимы для соответствующего превращения позиций, специалистам не разрешается покупать акции по цене, которая выше цены последней продажи на той же торговой сессии.

Специалистам также не разрешено, если нет необходимости соответствующего превращения своих позиций для удовлетворения потребностей рынка, покупать все или почти все предложенные акции данной эмиссии, записанные в блокнот, по цене, равной цене последней продажи, когда предложенные таким образом акции представляют все или почти все акции данной эмиссии, предлагаемые на рынке. Например, предположим, что последняя продажа акций XYZ происходила по цене 25 и специалист имел 1500 акций в своем блокноте по этой цене в лимитных приказах. Специалист не мог исполнить эти приказы, за исключением отмеченного случая, по этим 1500 акциям за свой собственный счет, поскольку бы это оставило рынок без предложений по цене 25. Аналогичным образом, за тем же исключением, специалист не может предложить все или почти все акции по запросу из своего блокнота, когда запрошенные таким образом акции представляют все или почти все акции, запрошенные на рынке. Подобная торговля могла бы оставить рынок без всех доступных запросов по данной цене.

Специалистам запрещено покупать за свой счет, когда они имеют неисполненный рыночный приказ о покупке; им также запрещено продавать за свой счет, когда они имеют неисполненный рыночный приказ о продаже. Разрешение подобных сделок означало бы, что они бы конкурировали со своими собственными клиентами и не выполняли своих обязанностей в качестве агента в интересах своих клиентов.

При нахождении в операционном зале биржи им также запрещено покупать акции за свой счет по цене или ниже цены, по которой они имеют лимитный приказ о покупке. Например, предположим, что котировка в блокноте составляет от 25 до $25\frac{1}{2}$. Специалист не может осуществить покупку за свой собственный счет по 25 или ниже, поскольку это бы было прямой конкуренцией с записями в собственном блокноте специалиста. В 1953 г. вступило в силу исключение из этого правила, касающееся только торговли вне официального рынка. Отдел специалистов при наличии предварительного разрешения заведующего операционным залом биржи может приобрести вне операционного зала пакет акций одной из эмиссий, по которым специалист зарегистрирован, без исполнения приказов о покупке из своего блокнота, по ценам, которые равны или выше цены одной акции, уплаченной специалистом за подобные акции. Иными словами, если биржа считает, что организованный рынок в операционном зале биржи не может в пределах разумного времени и разумных цен поглотить данный пакет акций, то покупка данных акций вне операционного зала разрешается, если эта покупка поможет специалисту поддерживать справедливый рынок и порядок на нем.

Наконец, специалисты не могут продавать акции за свой счет, за исключением способа, аналогичного сделке с пакетом акций вне операционного зала, по цене или выше цены, по которым они имеют лимитный приказ о продаже. Поступать так — означало бы конкуренцию с клиентом.

Кроссированные приказы*

Если специалист имеет приказ о покупке 100 акций по 40 от клиента А и другой приказ о продаже по 40 от клиента Б, то специалист может кроссировать эти приказы путем продажи акций клиента Б клиенту А по 40.

Два правила регулируют подобные действия. Одно правило гласит, что, когда специалист имеет приказ о покупке и приказ о продаже одних и тех же ценных бумаг, специалист должен публично предложить ценные бумаги по цене с минимальным отклонением в сторону повышения по сравнению с запросом. Поскольку почти все акции продаются по цене более 1 дол. за акцию, то минимальное отклонение на практике означает $\frac{1}{8}$ пункта. В нашем примере специалист должен был бы сначала публично предложить акции по $40\frac{1}{8}$. Если их никто не купит, тогда специалист может затем кроссировать приказы и получить обычные комиссионные от брокера А и брокера Б. Второе правило запрещает специалистам осуществлять сделки за свой собственный счет всякий раз, когда можно кроссировать приказы.

Имеются различные причины для этих правил. Первая из них состоит в том, чтобы обеспечить клиенту наилучшую цену; вторая — придать сделке публичный характер на открытом рынке; третья — защитить права лиц, давших запросы и предложения в «толпе» по этой эмиссии акций; и наконец — запретить специалисту просто кроссировать приказы и в результате получить двойные комиссионные.

Кроссирование за собственный счет

Кроссирование за собственный счет используется для описания сделки, в которой специалист продает принадлежащие лично ему акции по заявке в блокноте или осуществляет покупку по заявке в блокноте на личный счет. Предположим, что специалист имеет запрос по цене 30 на 100 акций эмиссии, записанной в блокноте. Путем продажи своих собственных акций по 30 по заявке в блокноте специалист мог бы кроссировать их со своим личным счетом.

Существуют три ограничения подобного вида деятельности. Во-первых, специалист должен предложить акции по цене, которая на Y_8 выше цены полученного запроса перед кроссированием. Во-вторых, цена должна быть скорректирована рынком. В-третьих, брокер, который первоначально передал приказ специалисту, должен одобрить сделку после надлежащего уведомления. При кроссировании приказов с собственным счетом специалист не получает никаких комиссионных.

«Остановленные» акции

Специалистам запрещено «останавливать» акции в своем собственном блокноте или в блокноте конкурирующего специалиста за свой собственный счет. Такое действие могло бы предоставить несправедливое преимущество по отношению к приказам своих клиентов. Специалисты могут предоставить при-

* Кроссирование здесь — одновременная покупка и продажа акций через одного брокера. — *Прим. ред.*

вилегию другим, но не могут предоставить ее самим себе. Когда специалист желает купить или продать акции за свой собственный счет, он должен сделать запрос или предложение на открытом рынке.

ПРОЦЕДУРЫ В ОПЕРАЦИОННОМ ЗАЛЕ БИРЖИ

Несмотря на то что основные правила рынка публичных торгов, регулирующие торговлю акциями на NYSE, оставались неизменными в течение многих лет, сам операционный зал биржи претерпел значительные изменения в конце 70-х и начале 80-х годов. В 1980 г. биржа закончила замену старых торговых постов, отслуживших 50 лет, на 14 новых и более крупных постов. Каждый из новых постов окружен терминалами видеодисплеев и другим электронным оборудованием. Для старого персонала операционного зала это выглядит несколько фантастично. Те, кто помнит времена, когда ежедневный объем в 10 млн акций считался огромным и с ним с трудом справлялись, в настоящее время рассматривают объем в 20 млн акций в час рутинным и даже небольшим при вялой торговле.

В начале 70-х годов ежедневный объем составлял в среднем от 14 до 16 млн акций. К 1990 г. этот показатель вырос почти до 157 млн акций. Это не означает, что персонал операционного зала обрабатывает в 10 раз больше приказов по сравнению с тем, что было когда-то. Помимо электронного и процедурного прогресса значительно увеличились размеры и объемы сделок с крупными пакетами акций (10 тыс. акций и более).

Перед попыткой рассказать о том, как, по существу, то же самое количество членов в операционном зале, которое было и десятилетием раньше, может эффективно обработать значительно увеличившийся объем, необходимо вкратце рассмотреть основы операций на публичных торгах. Несмотря на то что этот механизм может казаться несколько громоздким, его основы справедливы и эффективны. Нет никакой другой биржи, где бы совершалось так много сделок с огромной стоимостью, при которых акции меняли владельца по ценам, настолько близким к ценам последней продажи. Почти 90% всех сделок осуществляется по ценам предыдущей продажи или с минимальным отклонением в $\frac{1}{8}$ пункта. Курсы продавцов и покупателей различаются на величину $\frac{1}{4}$ пункта или меньше в течение примерно 65% времени. Еще более примечательным является то, что средние цены на акции в течение 85—90% времени не меняются или меняются лишь на $\frac{*}{8}$ пункта. Значительную часть заслуг в подобной гладкой динамике цен по сделкам надо отнести на счет специалистов, которые постоянно стабилизируют рынки путем продажи со своих собственных счетов при повышении цен на рынке и покупки при снижении цен.

ИСПОЛНЕНИЕ ПРИКАЗОВ

Рынок с предложением цены с двух сторон

Все приказы на бирже исполняются на основе свободных публичных торгов, когда продавцы и покупатели предлагают свои котировки. В каждой сделке акции продаются лицу, предлагающему самую высокую цену, и покупаются

лицом, предлагающим самую низкую цену. Биржа не устанавливает цены, хотя это непонимание деятельности биржи временами сохранялось у многих людей. Цены устанавливаются в результате процесса предложения цен со стороны покупателей и продавцов. Большинство запросов и предложений делается внешними инвесторами и торговцами, хотя значительный объем покупок и продаж осуществляется членами биржи. Например, в 1990 г. на членов приходилось 23% объема купленных и проданных акций на бирже. На публику приходилась остальная часть.

Порядок очередности предложений о покупке и продаже

Современные правила определения порядка очередности предложений о покупке и продаже могут быть разделены на две категории: первую, которая охватывает предложения о покупке и продаже, поступившие извне биржи, и вторую, которая включает предложения о покупке и продаже от самих торговцев, работающих в операционном зале.

Регулирование предложений о покупке и продаже занимает почти шесть страниц в «New York Stock Exchange Guide». Ниже будут рассмотрены только главные принципы процесса предложения о покупке и продаже акций.

Наилучшее предложение цены покупателем

Правило 71 NYSE устанавливает, что наилучшее предложение цены покупателем должно иметь приоритет во всех случаях. Предположим, что брокер предлагает по 40 за данные акции; ни один другой брокер не может предлагать в толпе за акцию по 39 Д или ниже.

Наилучшее предложение цены продавцом

Правило 71 NYSE также устанавливает, что наилучшее предложение цены продавцом должно иметь приоритет во всех случаях. Предположим, что брокер желает предложить акции по 50; ни один другой брокер не может затем предлагать в толпе продавать акции по цене выше 50.

Равные предложения цены покупателем

Проблема определения, какой брокер покупает акции, усложняется, когда имеются два или больше предложения о покупке с одной и той же ценой. Поскольку цена не может учитываться при всех предложениях о покупке с равной ценой, то порядок очередности должен определяться согласно какому-либо иному правилу.

Существуют два метода определения того, какой брокер совершает покупку. Согласно первому, когда предложения о покупке равны по ценам, но эти запросы поступили на рынок в разное время, то предложение о покупке, поступившее раньше по времени, имеет преимущество перед последующими.

Правило 72 устанавливает, что, когда четко видно, что это предложение о покупке было сделано первым по определенной цене, торговец должен иметь

первоочередное право и должен иметь преимущество при следующей продаже по этой цене того количества акций, которое указано в запросе. Термин «сделано первым по определенной цене» означает, что член явно послал предложение о покупке до того, как это смог сделать любой другой член. В этой связи следует отметить, что (1) новые торги начинаются с каждой новой продажи и (2) порядок очередности предложений о покупке не переходит с одного торга на следующий или с одного дня на следующий.

В нашем первом примере все предложения о покупке и продаже имеют одну и ту же цену:

Предложения о покупке

A — 100 акций
Я — 100 акций

Предложения о продаже

Л" — 100 акций

A сделал свое предложение о покупке первым. Поэтому он получает 100 акций, а *B* ничего не получает. *A* имеет первоочередность по времени.

В нашем втором примере *A* послал свое предложение о покупке первым, за ним последовал *B*, за которым в свою очередь по времени последовал *C*. Все предложения о покупке и продаже имеют одну и ту же цену:

Предложения о покупке

A — 100 акций
5 — 100 акций
C — 100 акций

Предложения о продаже

X — 200 акций

В этом примере *A* получает 100 акций и *B* получает 100 акций. *C* ничего не получает, поскольку по времени он был позднее *A* и *B* и было удовлетворено предложение о покупке на количество, равное остатку после выполнения предложения о покупке *A*.

Вторая ситуация возникает тогда, когда цены всех предложений о покупке равны, но по меньшей мере одно запрашивает большее количество акций по сравнению с другими. Ни одно предложение о покупке не имеет приоритета по времени. Преимущество в данном случае определяется согласно правилу 72, которое может быть установлено, по существу, в следующем порядке:

если предложения о покупке поступили одновременно, то более крупное обычно имеет приоритет за следующим исключением:

если предложения о покупке поступили одновременно, каждое из которых равно или больше по количеству акций, предложенных по цене предложения о покупке, участники решают спор подбрасыванием монеты и победитель этого «состязания» покупает все количество предложенных акций.

Одновременные предложения о покупке или продаже обычно возникают тогда, когда сделка была совершена, некоторые предложения о покупке или продаже на рынке в то время остались неисполненными и предложения о покупке или продаже по этим неисполненным приказам заново поступают на новые публичные торги, которые следуют за этой сделкой. При этих условиях предложения о покупке и продаже по неисполненным приказам счита-

ются поступившими одновременно. Аналогичным образом, когда проводятся новые публичные торги в начале каждой торговой сессии, то все предложения о покупке или продаже, поступившие к открытию, считаются поступившими одновременно.

Начнем с простейшего примера. Два предложения о покупке по 100 акций поступили одновременно. Только 100 акций предлагаются к продаже:

Предложения о покупке

Л — 100 акций
5 — 100 акций

Предложения о продаже

— 100 акций

В этом случае Л и В состязаются и победитель получает 100 акций.

В нашем втором примере имеются три покупателя, каждый из которых желает купить по 100 акций, однако только 100 акций предлагаются к продаже. Все предложения о покупке поступили одновременно:

Предложения о покупке

/1 — 100 акций
5 — 100 акций
С — 100 акций

Предложения о продаже

JK — 100 акций

В этом примере /1, В и С состязаются и победитель получает 100 предложенных, к продаже акций.

В нашем следующем примере существует проблема неравных по количеству акций предложений о покупке, которые поступили одновременно:

Предложения о покупке

А — 300 акций
В — 200 акций
С — 100 акций

Предложения о продаже

Х — 500 акций

Ни один брокер не желает купить сразу все 500 акций, однако А имеет приоритет, основанный на количестве акций. А получает 300 акций. Теперь осталось только 200 акций. В получает их в полном объеме, поскольку предложение В о покупке было равно или больше по сравнению с количеством предложенных к продаже акций. С не получает ничего.

В нашем четвертом примере к продаже предлагаются 400 акций. Имеется три предложения о покупке, поступившие одновременно:

Предложения о покупке

А — 300 акций
В — 200 акций
С — 100 акций

Предложения о продаже

Х — 400 акций

На основе количества акций А имеет приоритет и получает 300 акций. Остаются 100 акций. Как В, так и С могут купить эти акции, поскольку каж-

дый из них имеет предложение о покупке, которое по количеству акций равно или больше предложения к продаже. Соответственно, *B* и *C* состязаются, и победитель получает акции.

В нашем пятом примере к продаже предлагаются 300 акций:

Предложения о покупке

Предложения о продаже

A — 300 акций

X — 300 акций

B — 200 акций

C — 100 акций

Поскольку только *A* имеет предложение о покупке, которое по количеству акций равно или больше предложения к продаже, *A* получает все 300 акций.

В следующем примере к продаже предлагаются 200 акций:

Предложения о покупке

Предложения о продаже

A — 300 акций

X — 200 акций

B — 200 акций

C — 100 акций

A и *B* состязаются, поскольку каждый из них имеет предложение о покупке, которое по количеству акций равно или больше предложения к продаже. *C* не получает ничего.

В нашем заключительном примере только 100 акций предлагаются к продаже:

Предложения о покупке

Предложения о продаже

A — 300 акций

X — 100 акций

B — 200 акций

C — 100 акций

Все три предложения о покупке по количеству акций равны или больше предложения к продаже. Все три желающих совершить покупку должны состязаться; и победитель получает 100 акций.

Равные по количеству акций предложения о продаже

Нет необходимости в демонстрации того способа, как обрабатываются равные по количеству акций предложения о продаже. Принципы, регулирующие равные по количеству акций предложения о покупке, применяются к равным по количеству акций предложениям о продаже.

«Акции впереди»

Фраза «акции впереди», которую часто слышат клиенты, показывает, что акции клиента не были куплены или проданы во время определенной продажи, даже если сделка могла быть совершена по предельной цене клиента.

«Акции впереди» означает, что приказ клиента не был исполнен из-за того, что другие приказы имели приоритет на рынке на основе времени поступления.

«Состязался и проиграл»

Этот термин также возник из-за правил процедур в операционном зале биржи. Как указывалось при рассмотрении равных по количеству акций предложений о покупке, если имеются два или более предложения о покупке, которые по количеству акций равны или больше предложенного к продаже, то брокеры состязаются для того, чтобы получить акции. Брокер, который проигрывает в подобном состязании, в своем отчете клиенту сообщает, что брокер «состязался и проиграл». Аналогичный принцип применяется к предложениям о продаже. Когда брокер «состязался и победил», в отчете об исполнении приказа он не сообщает об этом состязании.

Предложения о покупке и продаже «только в полном объеме»

Согласно правилу 61 NYSE не разрешается делать предложение о покупке или продаже, в котором имеется указание, что предложение о покупке или продаже должно быть принято только на все количество акций или сделка не должна совершаться. Например, брокер не может предложить к продаже 1000 акций по цене 30 с указанием, что покупатель должен взять «только в полном объеме» («все или ничего»). Биржа считает, что все предложения о покупке или продаже с количеством акций, превышающим минимальный размер стандартной сделки, должны рассматриваться как предложения на данное количество или любое меньшее число полных лотов. Например, приказ на 500 акций может рассматриваться как пять приказов по 100 акций каждый. Следовательно, если 1000 акций были предложены к продаже, то брокер-покупатель, претендовавший лишь на 100 акций по цене 30, мог заключить контракт на 100 акций.

Клиенты могут послать брокерам приказы «только в полном объеме», однако предложения о покупке или продаже, за исключением облигаций, где указанное количество составляет 50 или больше, не могут поступать таким путем в операционный зал биржи. Брокер может стремиться исполнить приказ «только в полном объеме», если такая возможность представится сама, без совершения предложения о покупке или продаже, путем продажи по предложению о покупке или принятия предложения о продаже, количество акций в которых равно или больше, чем в его приказе.

УСТАНОВЛЕНИЕ ЦЕН ПРИ ПОКУПКЕ И ПРОДАЖЕ АКЦИЙ

Покупка и продажа акций в операционном зале биржи следуют строгим правилам. Необходимо придерживаться определенных процедур в торговле, иначе результатом может стать полный беспорядок. Проследим на примере исполнения приказа о покупке обыкновенных акций AT&T, размещенного клиентом на фирме, которая не использует электронную систему оборота приказов (DOT).

Установление цен при покупке акций

Брокер получает приказ из конторы своей фирмы о покупке 100 обыкновенных акций AT&T по рыночной цене. Приказ может первоначально поступить из конторы, к примеру, в Чикаго. Брокер немедленно идет на пост, где происходит торговля данными акциями* зайдя к брокерам, которые заключают сделки по телефонам («телефонная толпа»), и спрашивает о рыночной цене. Следует объяснить, что так называемая толпа, занимающаяся любой данной эмиссией акций, может состоять из нескольких людей, начиная от двух специалистов и ряда других членов и заканчивая одним-единственным специалистом. Брокер интересуется рыночной ценой у «телефонных» брокеров и бросает взгляд на экран, чтобы узнать, что последняя продажа была осуществлена по 35. Поэтому брокер знает, что акции будут проданы по цене, близкой к этой цене.

Брокер запрашивает котировку акций, используя фразы типа: «Какая котировка по телефону?» Пока не было никаких указаний на то, собирается ли брокер осуществить покупку или продажу. В ответ на этот запрос брокер получит котировку от специалистов или одного или нескольких заинтересованных брокеров или дилеров. Предположим, что котировка такова: «35 до». Теперь наш брокер знает, что наилучшая цена предложения продавца составляет 3574, и на этот момент сомнительно, что акции можно купить за меньшую цену. Все же брокер предпринимает попытку получить меньшую или лучшую цену. Поскольку уже есть предложение цены покупателя по 35, то по этой цене нельзя сделать предложение о покупке; следовательно, цена предложения покупателя будет составлять 35¹/₈. Это предложение цены покупателем передается самой короткой фразой, а именно «3578 за 100». Эта фраза реально обозначает следующее: «Я делаю предложение о покупке 100 обыкновенных акций AT&T по цене 35¹/₈». Эта длинная формулировка необязательна. Каждый знает, что брокер желает купить обыкновенные акции AT&T; в ином случае он бы не интересовался ими. Очевидно, что делается предложение о покупке именно акций, поскольку цене предшествует предлог «за», который всегда используется при предложениях о покупке акций. Предложение о покупке акций всегда следует жесткому правилу: сначала надо сформулировать цену предложения о покупке, затем следует предлог «за», затем в свою очередь следует количество предложенных к покупке акций. Если брокер-продавец захочет принять это предложение о покупке, то ответом будет: «Продано».

Наш брокер разместил предложение о покупке на 7⁸ ниже цены наилучшего предложения о продаже и пытался получить для клиента лучшую цену. Существует возможность, что какой-либо другой член может присоединиться к «толпе» в этот самый момент и продать нашему брокеру акции по 35¹/₈. Однако если это не происходит, то наш брокер не получает ответа на предложение цены «3578 за 100» и должен повысить цену; новое предложение цены будет таким: «74 за 100». Член биржи, имеющий приоритет по предложению о продаже, совершит продажу; или члены на паритетной основе, если никто не имеет приоритета, будут «состязаться».

Как только продажа была осуществлена, наш брокер и другой член биржи проверяют личности друг друга. Это делается благодаря значкам, Которые

носит каждый член и где обозначены фамилия, номер и представляемая фирма. Член биржи, который совершает сделку для другого члена, может в это время «выдать» фамилию представляемого члена. В этом случае ответственность за дальнейшую работу по сравнению деталей сделки и расчету по контракту переходит на того члена, чье имя «выдано».

Никакие контракты или бумаги не передаются из рук в руки во время завершения сделки. Каждой стороне, участвующей в сделке, необходимо только записать ее точные детали. Как только наш брокер купил акции, о сделке сообщается в контору фирмы. Затем клиент, в данном случае из Чикаго, получает подтверждение. Все исполнение приказа может занять всего несколько минут.

Как только сделка завершена, служащий биржи, который отвечает за отчетность и называется «репортером», выписывает подтверждение продажи, которое вводится на ленту тикера при помощи компьютера. Если произошло изменение в цене на акции, то «репортер» помещает цену на экран и указывает, изменилась ли цена в большую или меньшую сторону по сравнению с последней отличающейся от нее ценой.

Установление цены при продаже акций

Процесс установления цены при продаже акций идентичен процессу установления цены при покупке акций, за исключением использования другой фразеологии. Правила предложения цены при продаже акций таковы: надо сначала точно определить количество продаваемых акций, затем следует предложение «по», затем следует цена. Например, предположим, что брокер, имеющий рыночный приказ, хочет предложить на продажу 500 акций «General Motors» по цене $30\frac{1}{2}$. Брокер должен сформулировать это предложение о продаже словами: «500 по $\frac{1}{2}$ ». Ответ брокера или дилера, который согласен их купить, таков: «Беру». Если есть такая возможность, брокер-продавец должен попытаться получить более высокую цену за акции по сравнению с преобладающей ценой предложений о покупке; если это невозможно, то брокер-продавец снизит цену предложения о продаже до уровня текущей цены предложений о покупке.

Исполнение других приказов

Часто невозможно исполнять приказы с такой же быстротой, как рыночный приказ о покупке, который был только что описан. Тип приказа может не позволить быстро его исполнить, или брокер слишком занят. При наличии лимитных приказов и приказов «стоп» брокер склонен передать такой приказ специалисту, который исполнит его, когда условия на рынке позволят это сделать. Брокер, который очень торопится, может прибегнуть к услугам брокера, работающего в операционном зале биржи, который исполнит приказ в качестве агента.

«Пост 30»

«Пост 30» представляет собой небольшой прилавок бюро для хранения документов, за которым имеется место для полдюжины членов и служащих биржи, которые совершают сделки. Основное оборудование состоит из ящиков для хранения документов.

На «посту 30» совершаются сделки с неходовыми эмиссиями. Эта причина оправдывает наличие отдельного места торговли с концентрацией эмиссий. В своем большинстве эти эмиссии являются ценными бумагами высокого качества, главным образом привилегированными акциями. На этом торговом посту можно встретить любые диапазоны цен. Разница между ценами предложений о покупке и продаже больше по сравнению с ходовыми акциями, при этом по некоторым из акций эта разница составляет от одного до двух пунктов.

Эти эмиссии акций известны в качестве эмиссий, полный лот которых составляет 10 акций. Иными словами, минимальная стандартная единица торговли составляет 10 акций, а не 100. Не все сделки с подобными эмиссиями, где полный лот состоит из 10 акций, совершаются на «посту 30»; сделки с 25% этих эмиссий совершаются на торговых постах, где проводятся операции с ходовыми акциями.

Как уже было отмечено, полный лот составляет 10 акций, поэтому приказы, в которых количество акций составляет от одной до девяти, рассматриваются как сделки с неполными лотами. Подавляющее большинство приказов действует до момента их исполнения или распоряжения об отмене. Вероятно, пятая часть этих приказов состоит из приказов на день.

Большинство сделок совершается через бюро. Приказы заполняются на лотке на специальных карточках в зависимости от поступления по времени и цены. Эти цветные карточки показывают, является ли приказ предложением о покупке или продаже, содержат фамилию брокера, разместившего этот приказ, название эмиссии, количество акций и ограничение по времени. Заполненные таким образом предложения о покупке и продаже становятся обязательными, как только их принимают другие брокеры. Предложение о покупке или продаже считается принятым, когда карточка забирается с этого лотка.

Торговля на «посту 30» происходит спокойно в отличие от бурной активности на других постах, где совершаются сделки с ходовыми акциями. Однако этот пост сам по себе полезен при формировании рынка медленно обращающихся эмиссий, которые являются объектом инвестиций.

Суперсистема оборота приказов («SuperDOT»)

Эта электронная система обрабатывает большинство индивидуальных приказов по рыночной цене или с пределами цен. Несмотря на то что наши предыдущие примеры продемонстрировали ряд предложений о покупке и продаже нескольких сот акций, в действительности почти все подобные приказы исполняются более быстро благодаря возможностям «SuperDOT». Это сокращение перешло из предшествовавшей системы оборота приказов DOT. На-

пример, в 1990 г. «SuperDOT» обрабатывала в среднем ежедневно 138 тыс. приказов, или примерно 75% всех приказов, поступавших в обычный день.

В конце 1990 г. «SuperDOT» имела 182 абонента, включая практически все крупные розничные и институциональные фирмы. Абонент может направить либо рыночный, либо лимитный приказ через эту систему, которая немедленно выведет его на пост соответствующего специалиста. Там приказ оказывается в процессе публичных торгов. Рыночные приказы исполняются немедленно. В 1990 г. 98,5% всех подобных поступивших приказов были исполнены и об этом было сообщено представившей их фирме-члену в течение 2 минут¹⁴. Система может принимать рыночные приказы с числом акций до 2099. Могут исполняться сделки с полными лотами, неполными лотами или их сочетанием (например, покупка 256 акций по рыночной цене). Никакие комиссионные специалистами не взимаются, если приказы взаимозачитывают друг друга. Это означает, что если два абонента одновременно представляют два приказа, один о покупке, а другой о продаже одинаковых ценных бумаг с равным количеством акций, то система кроссирует эти приказы непосредственно без вмешательства специалиста.

Лимитные приказы принимаются в количестве до 99 999 акций и направляются в электронный «блокнот» специалиста, куда они помещаются, как будто они поступили из «толпы» брокеров. «SuperDOT» включает также систему, созданную Нью-Йоркской фондовой биржей для обработки приказов, поступивших до официального открытия биржи («Opening Automated Report Service» — OARS). Эта система обрабатывает приказы, поступившие до открытия биржи в количестве до 30 999 акций, предоставляя специалисту постоянно обновляемый баланс покупок и продаж, что помогает ему точно установить цену при открытии торговли. С учетом того, что от 15 до 20% приказов в обычный день исполняются при открытии биржи, OARS позволяет открыть торговлю по большинству акций раньше, чем если бы специалист и обслуживающий персонал сами подводили баланс приказов.

Несмотря на то что «SuperDOT» представляется наиболее полезной для небольших розничных приказов, она также используется институциональными инвесторами. Помимо своей роли в исполнении обычных приказов система особенно полезна при исполнении некоторых видов «программной торговли». Например, индексные арбитражные программы требуют быстрого исполнения большого количества сделок с различными эмиссиями, операции с которыми разбросаны по всему операционному залу. Путем введения этих приказов непосредственно в данную систему торговцы могут быть уверены в практически мгновенном исполнении.

Открытие «пакетных позиций»

В 60-х годах несколько фирм-членов стали действовать, открывая «пакетные позиции». Эти фирмы покупают у клиентов весь крупный пакет акций или его часть, временно держат его в качестве нетто-позиций и затем перепродают этот пакет акций другим клиентам. Эти действия в операционном зале

¹⁴ *NYSE Fact Book* — 799/, p. 21; а также *SuperDOT: The Electronic Pathway to the Future* (NYSE, 1990), pp. 2-3.

обычно исполняются путем взаимного зачета. Это рискованный бизнес, так как, во-первых, требуется помещение крупных сумм капитала, а во-вторых, есть вероятность того, что цена акций может снизиться до появления возможности их перепродажи. Однако ловкие торговцы могут получать очень крупные прибыли, особенно при общем росте цен на рынке, когда снижаются риски при открытии этих позиций. Деятельность по открытию «пакетных позиций» регулируется положениями правил 97 и 127 NYSE. Как и другие правила этой биржи, они должны дать гарантии того, что пакеты акций, взаимозачтенные биржевиками, которые открывают позиции по ценным бумагам в надежде выиграть от изменения цены, не поставят в невыгодное положение приказы клиентов, отданные в «толпу» или занесенные в блокнот специалиста.

Поскольку торговля крупными пакетами акций редко встречалась до 70-х годов, недавний рост таких крупных сделок стал особенно впечатляющим и бьет все новые рекорды почти каждый год. В 1965 г. была совершена 2171 сделка с крупными пакетами акций, что в среднем составляло по 9 таких сделок в рыночный день; а в 1975 г. — 34 420 сделок, или в среднем 136 в день; 779 млн акций, проданных на рынке в крупных пакетах, составили 16,6% объема. Огромные ежегодные приросты происходили почти каждый год, и в 1990 г. было 843 365 подобных сделок, или в среднем 3333 в день; 19,68 млрд акций составили почти 50% совокупного объема. В свое время пакеты, состоявшие из 10 тыс. акций, привлекали восхищенное внимание тех, кто наблюдал за лентой тикера, однако в последние годы совершались многочисленные сделки с миллионами акций и даже 10 млн акций.

Межрыночная торговая система (ITS)

Ответом различных бирж на призыв конгресса к созданию Национальной рыночной системы стала электронная связь между различными рынками, на которых продавались одни и те же эмиссии акций. Этот процесс начался в 1978 г. с экспериментальной программы, включавшей Нью-Йоркскую и Филадельфийскую фондовые биржи и первоначально обеспечивавшей информацию о торговле только 11 эмиссиями. Периодически присоединялись другие рынки. К 1985 г. система электронной связи соединила восемь рынков. Помимо Нью-Йоркской, Американской, Филадельфийской, Бостонской, Тихоокеанской фондовых бирж и фондовых бирж Цинциннати и Среднего Запада в 1982 г. к ней присоединилась Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам. Последнее позволило пользователям этой системы извлекать выгоду из благоприятного положения на рынках, создававшегося фирмами-членами в операционных залах бирж.

Система быстро расширялась с первоначальных 11 эмиссий и превысила 2 тыс. эмиссий в 1990 г. Ежедневные объемы составляли примерно 9,4 млн акций и около 8 тыс. сделок.

ITS используется не только для приказов клиентов, но и специалистами и «делателями» рынка, совершающими сделки за свой собственный счет. Она позволяет, например, брокеру, работающему в операционном зале в Нью-Йорке, принять предложение о покупке ценной бумаги по самой лучшей

цене у специалиста Тихоокеанской фондовой биржи, показанное на терминале ITS. Эту систему не следует смешивать с консолидированной системой информации о курсах акций, которая только сообщает об исполнении сделок с акциями, котируемыми на NYSE (или изредка на Атех), вне зависимости от того, где это произошло. Это означает, что сделка с акциями, котируемыми на Нью-Йоркской фондовой бирже, а также в операционном зале Филадельфийской фондовой биржи, может быть совершена между двумя членами Филадельфийской фондовой биржи и помещена в качестве отчета на ленте без участия ITS. Сделка, в результате которой биржевик из Филадельфии покупает акции у специалиста фондовой биржи Среднего Запада, проходит как через ITS, так и через консолидированную систему информации о курсах акций.

Члены биржи, участвующие в торговле за свой счет

В течение длительного времени на положение независимых членов биржи, участвующих в торговле за свой счет, со значительным подозрением взирали некоторые регулирующие органы. NYSE попыталась оправдать их существование, потребовав их регистрации либо в качестве *зарегистрированных конкурирующих членов биржи, либо конкурирующих членов биржи, участвующих в торговле за свой счет.*

В первом случае зарегистрированные таким образом члены биржи должны размещать публичные приказы путем предложения о покупке или продаже, которые приведут к сокращению разницы в цене спроса и предложения и обеспечат лучшую цену для данного приказа. Во втором случае члены биржи, участвующие в торговле за свой счет, должны осуществлять «стабилизирующие сделки», которые в значительной степени похожи на сделки специалистов во время их торговли за свой счет. Таким образом, конкурирующий член биржи, участвующий в торговле за свой счет, должен выступать в роли покупателя при продажах по цене, которая ниже цены последней продажи, и в роли продавца при продажах по цене, которая превышает цену последней продажи, по меньшей мере в течение 75% времени. Эти виды деятельности регулируются специальными правилами 107A, 111 и 112.

Торговля облигациями

Торговля облигациями на NYSE взяла рекордную высоту в 1990 г., хотя она по-прежнему имеет намного меньшее значение по сравнению с торговлей акциями. На самом деле в 1990 г. было меньше котируемых облигаций (743 эмиссии) по сравнению с рекордным 1975 г., когда котировались 1066 эмиссий. В 1990 г. было продано облигаций с номинальной стоимостью 10,89 млрд дол. или в среднем в день 43,1 млн дол. В среднем объем торговли облигациями на NYSE в 1990 г. составлял примерно 20 облигаций (главным образом в партиях с номинальной стоимостью 1000 дол.). Этот объем стал наиболее высоким зарегистрированным средним годовым показателем в истории Нью-Йоркской фондовой биржи¹⁵.

¹⁵ NYSE Fact Book - 1991, p. 41.

Основная часть торговли облигациями в США происходит на внебиржевом рынке. Типичная номинальная стоимость полных лотов для большинства облигаций на этом рынке составляет 100 тыс. дол., поэтому средние показатели торговли на NYSE выглядят бледно при таком сравнении. Основной причиной такого различия является правило «девяти облигаций» NYSE, которое требует, чтобы приказ о сделках с девятью или меньшим количеством котируемых облигаций исполнялся в операционном зале биржи, если предварительно не установлено, что на внебиржевом рынке можно получить лучшую цену. Приказы о сделках с 10 или большим количеством облигаций не регулируются этим правилом. Это правило датировано 1956 г., когда приказ с номинальной суммой 10 тыс. дол. считался некоторыми биржевиками полным лотом. Хотя это правило может показаться произвольным и несколько странным, оно в некоторых обстоятельствах играет важную роль для мелких торговцев облигациями. Это происходит потому, что профессиональные торговцы облигациями на институциональном рынке совершают значительно более крупные сделки и вряд ли будут исполнять приказ о сделке с неполным лотом по цене, которая считается справедливой для инвестора. Цель этого правила состоит в предоставлении доступа небольшим приказам по облигациям к более открытому и, вероятно, более справедливому рынку. Если выясняется, что можно получить лучшую цену вне операционного зала, правило позволяет совершить сделку на внебиржевом рынке.

Примерно 90% всей торговли облигациями, котируемыми на NYSE, происходит через автоматическую облигационную систему («Automated Bond System» — ABS). Абоненты этой системы приобретают возможность автоматического исполнения «замороженных» сделок и немедленно напечатанных отчетов об исполнении, когда система может проводить «состязание» их приказов с приказами других абонентов. Согласно существующим правилам ABS обрабатывает только неконвертируемые долговые обязательства. Торговля конвертируемыми облигациями (а также примерно 10% торговли прочими долговыми обязательствами) происходит в операционном облигационном зале Нью-Йоркской фондовой биржи путем системы открытых выкриков, что несколько напоминает торговлю акциями за тем исключением, что в данном случае нет специалистов.

9

РЫНОК СИСТЕМЫ АВТОМАТИЗИРОВАННЫХ КОТИРОВОК НАЦИОНАЛЬНОЙ АССОЦИАЦИИ ДИЛЕРОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ (NASDAQ)

Одно время вся внебиржевая торговля в США считалась внебиржевым (Over-the-Counter — OTC, или «из-за прилавка») рынком. По общему мнению, этот термин возник в XIX в., когда правления или финансовые конторы многих корпораций размещались на Уолл-стрит рядом с NYSE и конторами брокерских фирм. Как рассказывают, инвестор, который хотел купить акции компаний, которые *не котировались на бирже*, не мог купить их на бирже, поскольку они на ней не котировались. Он мог направиться в финансовую контору корпорации, подписаться на определенную сумму и получить сертификаты купленных акций через огражденное решеткой окно, из-за прилавка.

Активная торговля ценными бумагами вне организованной биржи не была характерной для всех других Стран, кроме США и Великобритании. В США доминируют внебиржевые рынки долговых обязательств, торговля ценными бумагами в виде акций очень разнообразна и велика по объему. В Великобритании роль торговли акциями меньше, однако объем торговли долговыми обязательствами значителен, в особенности рынок еврооблигаций. Торговля акциями на внебиржевом рынке приобретает все большее значение в Японии и некоторых странах континентальной Европы.

ВИДЫ ОБРАЩАЮЩИХСЯ ЦЕННЫХ БУМАГ

Внебиржевой рынок является первичным рынком для торговли всеми долговыми обязательствами в США. Несмотря на то что определенная торговля облигациями корпораций происходит на биржах, почти все крупные сделки совершаются в торговых залах крупнейших дилеров. В большинстве случаев эти дилеры являются также крупными инвестиционными банковскими фир-

мами, и некоторые из них имеют широкую розничную сеть, например «Merrill Lynch» и «Shearson, Lehman». Среди покупателей облигаций доминируют институциональные, и обычные сделки совершаются с номинальной суммой, кратной 100 тыс дол. Торговля эмиссиями правительства и агентств США, муниципальными облигациями и инструментами денежного рынка также главным образом осуществляется на внебиржевом рынке, и лишь торговля небольшими количествами государственных эмиссий происходит на биржах. Поскольку торговля этими ценными бумагами была уже описана в главах 2 и 3, здесь достаточно повторить, что подобная торговля обычно осуществляется на базе *дилеров* в отличие от *брокерской* основы, используемой на биржах.

Большое количество различных акций также покупается и продается на внебиржевом рынке, по оценкам, количество публично продаваемых эмиссий акций превышает 50 000. Среди них имеется много неходовых или мелких акций с невысоким инвестиционным качеством или вообще без него. Свыше 4000 обыкновенных акций корпораций котируются в системе автоматизированной котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASDAQ)¹, которая обеспечивает «прозрачность» торговли, сопоставимую с котировками на бирже. Различия между механизмами торговли на рынке системы NASDAQ и на традиционном внебиржевом рынке почти такие же, как и различия между биржами и NASDAQ. Поэтому до более детального рассмотрения этой системы будет дано краткое описание традиционного внебиржевого рынка.

ТРАДИЦИОННЫЙ ВНЕБИРЖЕВОЙ РЫНОК АКЦИЙ

До введения системы NASDAQ в феврале 1971 г. внебиржевой рынок акций состоял из торговцев, представлявших различные фирмы, связанных между собой телефонами. Торговцы являлись *дилерами*, которые «делали» рынки различных акций. Это означало, что они «делали» двусторонний (предложение о покупке — предложение о продаже) рынок путем котировки цены, которую они могли бы уплатить вероятному продавцу (предложенная покупателем цена), или цену, которую они могли бы назначить вероятному покупателю (предложенная продавцом цена или запрошенная продавцом цена). Эти торговцы не имели непосредственных сделок с публикой. Их бизнес совершался с торговцами других фирм, «делающих» рынок, или в бюро приема заказов розничных брокеров, совершавших покупки за счет своих клиентов. На этом рынке участие институтов было ограничено, поскольку типичные эмиссии акций обычно считались недостаточно ликвидными для крупных приказов, которые используются институциональными инвесторами. Подобные приказы могли иногда исполняться лишь со значительными отклонениями от текущей рыночной цены. Таким образом, это был преимущественно розничный рынок.

Иногда этот рынок также описывался как *договорный* рынок в отличие от рынка *публичных* торгов на фондовых биржах. На биржевом рынке имеется единственный назначенный «делатель» рынка (специалист) и аукционная

¹ Это сокращение произносится «наздак». Название саморегулируемой организации всегда сокращается по ее инициалам: NASD.

система, базирующаяся на текущей наивысшей цене предложения покупателя и наиболее низкой цене предложения продавца. Те цены, которые не встречают соответствующих цен с другой стороны, не могут принимать участие в публичных торгах. Внебиржевой рынок не имел (и до сих пор не имеет) ограничений, ставящих пределы числу «делателей» рынка по данной эмиссии акций. Их может быть от одного до дюжины. Торговец, находящийся в поиске партнера по предполагаемой сделке, может свободно вступать в контакт с большим числом дилеров в соответствии со своим пожеланием с целью нахождения наилучшей цены.

От дилеров ожидают, что они предоставят твердые котировки при обычных рыночных условиях. По запросу они должны дать котировки предложения о покупке и предложения о продаже, например «XYZ Согр.» $19 - 19\frac{1}{2}$, и от них ожидают, что они примут эту цену за обычную стандартную единицу, обычно 100 акций. Тем самым другой торговец узнал бы при получении данной котировки, что он мог либо купить 100 акций по $19\frac{1}{2}$, либо продать 100 акций по 19. Приказы клиентов обычно исполнялись по котировочной цене с добавлением наценки со стороны покупателя или за вычетом скидки со стороны продавца. В этом случае приказ клиента о покупке 100 акций по рыночной цене может быть подтвержден клиенту по чистой цене $20\frac{3}{4}$ Д. Наценки регулируются Правилами добросовестной конкуренции NASD и ограничены 5% или меньшим размером, если не создаются необычные условия. Следовательно, цена «делателя» рынка (междилерская) повышается на величину наценки: $19,50 \text{ дол.} + 5\% = 20,475 \text{ дол.}$ Если дилер исполнил приказ по $20,50 \text{ дол.}$, он мог нарушить правила NASD и поэтому мог, вероятно, исполнить приказ по цене со следующим минимальным отклонением в сторону понижения: $20\frac{3}{4}$ Д дол. Затем, как и теперь, комиссионные не добавляются к цене исполнения из-за дилерского характера сделки.

Согласно стандартному, хотя и неписаному правилу, торговцы обычно должны ознакомиться с ценами для выполнения приказа клиента у трех различных «делателей» рынка для нахождения наилучшей цены, если они сами не являются «делателями» рынка по этой определенной ценной бумаге. Предположим, что клиент желает купить 100 акций ABC по рыночной цене, а фирма, получившая приказ, не является «делателем рынка» по этой ценной бумаге. Торговец должен позвонить трем «делателям» рынка и задать вопрос типа: «Как идут ABC?» или «Какова ваша рыночная цена ABC?». Если «делатель рынка» ответил « $20 - \frac{3}{4}$ », то торговец узнает, что 100 акций могут обойтись клиенту в $20,75 \text{ дол.}$ плюс наценка. Аналогичные запросы двум другим «делателям» рынка могут привести к получению котировок типа: « $19\frac{7}{8} - 20\frac{5}{8}$ » и « $20 - \frac{7}{8}$ ». Теперь торговец убедился, что цена второго дилера является лучшей, и он подтверждает сделку с этим дилером. В общем твердые котировки действуют только в момент запроса. С изменением условий на рынке меняется и котировочная цена дилера. Следовательно, торговец должен быстро вновь подтвердить котировочную цену или он возьмет на себя риск невыполнения приказа клиента на наилучших условиях.

Несмотря на эффективную деятельность рынка, он не был свободен от ряда присущих ему проблем. Сам процесс «ознакомления» с ценами утомителен и требует много времени, в особенности на рынках с быстро меняю-

щимися ценами. По популярной эмиссии могут быть дюжины «делателей» рынка, и с практической точки зрения было невозможно проверить цены у всех. Иногда дилеры не могли дать (или просто не давали) твердые котировки, предпочитая не связывающую их ориентировочную котировку, что вносило неопределенность в принятие решений по ценам. Однако важнейшая проблема — это проблема «прозрачности». Лента тикера на NYSE выдавала отчеты по всем продажам в порядке их совершения; биржевая информация о котировках в газетах показывала некоторые самые высокие и самые низкие цены, а также цены на момент закрытия рынка и объем торговли. Старый внебиржевой рынок не предоставлял инвесторам подобной «прозрачности», однако введение системы NASDAQ навсегда изменило отношение инвесторов к внебиржевому рынку.

СИСТЕМА NASDAQ

С введением этой компьютеризированной системы торговли в 1971 г. внебиржевой рынок перешел на стадию применения новой технологии в торговле на фондовом рынке. Используя центральный компьютер, «делатели» рынка большинства ходовых эмиссий передавали свои котировки электронным способом для того, чтобы они могли стать «прозрачными» для всех других участников рынка. Эта система принимала только твердые котировки, и таким образом одним ударом был ликвидирован процесс «ознакомления» с ценами по приказам у различных дилеров по телефону и достаточно частого получения в ответ ориентировочных котировок. Быстрый взгляд на электронный экран немедленно показывал наилучшую рыночную цену для приказа.

NASDAQ обеспечивает три уровня услуг. Первый уровень предоставляет возможность розничным брокерам и их клиентам смотреть на терминал, расположенный в самой брокерской конторе или неподалеку от нее. Таким образом, он показывает «внутренний рынок», а именно самую высокую текущую цену предложения о покупке и самую низкую текущую цену предложения о продаже. В ряде случаев цена предложения о покупке и цена предложения о продаже — двух сторон каждой котировки — могут предоставляться различными дилерами. Поэтому клиент не может быть всегда уверен, что его приказ будет исполнен по показанной цене.

Второй и третий уровни являются по существу аналогичными, но с одним большим различием. Каждый из них показывает твердые котировки всех зарегистрированных «делателей» рынка этой системы. Однако третий уровень имеет также такое подключение, которое позволяет абоненту получить изменения в показе котировок по мере изменения рыночной цены. Фирмы, которые не хотят «делать» рынок, но получают приказы клиентов, могут предпочесть услуги второго уровня, который обеспечивает им доступ к информации о наилучших рыночных ценах. Некоторые институциональные инвесторы, в особенности страховые компании, используют услуги второго уровня для точной оценки стоимости своих портфелей акций и для наблюдения за активностью дилеров, например поиск того, кто постоянно предлагает наилучшие рыночные цены. Все «делатели» рынка должны быть абонентами услуг третьего уровня, поскольку только этот уровень позволяет дилеру внести или изменить котировки, показываемые по системе.

Ниже приводится упрощенный схематический обзор того, что показывается на дисплее терминала торговца, имеющего второй и третий уровень. Отечественные эмиссии акций имеют символы, состоящие из четырех букв в отличие от символов, применяемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, где символы состоят из одной, двух или трех букв при случайном наличии четвертой буквы, указывающей категорию ценной бумаги. Иностранная эмиссия акций, преимущественно американские депозитные расписки, обычно имеют символы, состоящие из пяти букв. В этом примере приводится «Apple Computer*», поскольку это хорошо известная и ходовая эмиссия в системе NASDAQ. Ее символ в системе NASDAQ — AAPL. Предположим, что брокерская фирма клиента также не является «делателем» рынка по AAPL. Когда торговец получает приказ, он набирает этот символ на клавиатуре на свой терминал. Немедленно на экране появляется следующее:

GSCO	53	53 ⁷ / ₂ , 10x10
MOTC	53	53 ⁷ / _A , 10x10
SALB	52 ⁷ / _A	53 ² / ₂ , Л ОхЮ
MASH	53 ¹ / ₈	53 ³ / ₈ , 10x10

«Делатели» рынка системы NASDAQ имеют отличительные идентификационные коды, состоящие из четырех букв. Те фирмы, которые приведены в данном списке по порядку сверху, — это: «Goldman, Sachs», «Merrill Lynch», «Salomon Brothers*» и «Mayer & Schweitzer». Торговец быстро убеждается, что MASH делает самое лучшее предложение цены при покупке, и звонит в эту фирму, подтверждая продажу 100 акций по 53. «10x10» указывает, что эта котировка рассчитана на 1000 акций, либо на их покупку, либо продажу. «Делатели» рынка должны обозначить «размер», равный по меньшей мере минимальным требованиям системы исполнения небольших приказов, для данной эмиссии акций, как это разъясняется ниже. Некоторые дилеры обычно «делают более глубокие рынки» по сравнению с этими минимальными требованиями, однако они предпочитают не показывать их на экране, поскольку затем они начинают действовать для более крупных количеств. За исключением совершения сделок по системе исполнения небольших приказов, для завершения сделки по-прежнему необходим подтверждающий телефонный звонок.

В период краха на рынке в 1987 г. к некоторым дилерам стали враждебно относиться их клиенты и другие дилеры из-за отказа первых отвечать на телефонные звонки, когда цены менялись стремительнее, чем они могли обновить свои котировки. В результате иногда показывались цены предложений о покупке, которые были слишком высокими, или цены предложений о продаже, которые были слишком низкими, при сопоставлении с реальными рыночными ценами. Поскольку эти дилеры отказывались отвечать на телефонные звонки, то приказы по показанным ценам не исполнялись, что было прямым нарушением правил NASD. Впоследствии Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам ввела процедуры, которые исключили повторение подобного нарушения.

«Apple Computer*» имеет дюжины «делателей» рынка, и котировки имеют тенденцию стать идентичными или близкими к этому, так как «делатель»

рынка, который выбивается из рядов своих конкурентов, вскоре осознает свою ошибку. Если его предложение цены на покупку слишком низкое или предложение цены на продажу слишком высокое, он получит очень мало приказов. Если рыночные цены падают, а конкуренты снижают предложения своих цен на покупку до уровня, который ниже его цен, этот дилер получит большой объем приказов о продаже, которые, по всей вероятности, окажутся неожиданным бизнесом. Аналогично, если рыночные цены идут вверх, а «делатель» рынка продолжает предлагать акции на продажу по более низкой цене по сравнению со своими конкурентами, к нему нахлынут приказы о покупке. Таким образом, «делатели» рынка вынуждены внимательно следить за динамикой цен на рынке и действиями своих конкурентов.

Конкуренция между «делателями» рынка сократила типичную разницу между ценами предложений о покупке и продаже для большинства эмиссий акций. Чем меньше эта разница, тем выше вероятность того, что приказ будет исполнен по цене последней продажи или с минимальным отклонением в цене от цены последней продажи. Несмотря на то что средняя разница по эмиссиям акций на Нью-Йоркской фондовой бирже, на которой обращаются акции компаний с более высокой рыночной стоимостью, меньше по сравнению с разницей по эмиссиям в среднем в системе NASDAQ, эта разница не настолько велика, как это было всего несколько лет назад. На конец 1990 г. в среднем было 9,9 «делателей» рынка на одну эмиссию в системе NASDAQ. Это указывает на эффективную конкуренцию в установке котировок и исполнении приказов по конкурентным ценам.

СИСТЕМА ИСПОЛНЕНИЯ НЕБОЛЬШИХ ПРИКАЗОВ (SOES)

Аббревиатура SOES, которая по-английски произносится «соус», обозначает характерную черту системы NASDAQ, которая позволяет автоматически исполнять относительно небольшие приказы (Small Order Execution System). Отсюда и настоящее название: система исполнения небольших приказов. Все зарегистрированные «делатели» рынка системы NASDAQ обязаны принимать участие в системе исполнения небольших приказов. Некоторые черты SOES напоминают систему «SuperDOT» Нью-Йоркской фондовой биржи, однако функционирование этой системы осуществляется совершенно иным способом.

Все эмиссии акций, котирующиеся в системе NASDAQ, могут продаваться или покупаться через эту систему; на основе количества обращающихся акций и торговой активности любая эмиссия в этой системе имеет назначенный предел численности акций в SOES. Критерии этих пределов периодически пересматриваются, и акции перемещаются в соответствующую категорию предела. Для самых крупных, наиболее ходовых акций предел составляет 1000 акций. Для более мелких, менее ходовых акций предел составляет либо 500, либо 200 акций. Рыночные приказы клиентов исполняются по наилучшим котировкам «внутреннего» рынка. Система автоматически направляет приказы зарегистрированным «делателям» рынка, одному за другим. Исполнение приказов полностью компьютеризировано, и не требуется никакого подтверждающего телефонного звонка. Отчеты о получении приказа

немедленно поступают членам Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам.

Предположим, что «внутренние» рыночные цены на акции ABC с пределом 1000 акций составляют 50—51. Зарегистрированный «делатель» рынка котировал ABC по $49\frac{7}{8}$ — $51\frac{1}{8}$, что несколько выходит за рамки «внутреннего» рынка. Тем не менее если приказ клиента о продаже, к примеру, 800 акций направляется через SOES к этому «делателю» рынка, то приказ будет исполнен за счет него по 50, цене предложения о покупке «внутреннего» рынка.

В 1990 г. в SOES была добавлена функция произведения взаимного зачета лимитных приказов. По лимитным приказам будет производиться взаимный зачет, и они будут исполняться по ценам в рамках наилучших возможных котировок. Например, предположим, что «внутренняя» рыночная цена на акции CDE составляет $40 - 40\frac{3}{8}$. SOES получает приказ клиента о покупке 500 акций CDE по $40\frac{1}{8}$ и другой приказ о продаже 500 акций по 40 $\frac{7}{8}$. Система произведет взаимный зачет друг с другом и исполнит приказы, хотя никакой приказ не мог быть непосредственно исполнен по котировке «делателя» рынка на тот момент.

SOES предназначена для использования исключительно розничными клиентами. Профессиональные инвесторы время от времени злоупотребляли этой системой путем деления крупных приказов на размеры, приемлемые для нее, тем самым получая преимущество за счет «делателей» рынка, которые вынуждены принимать участие. Дисциплинарные меры по отношению к этим членам-нарушителям привели к снижению остроты проблемы (см. табл. 9-1).

НАЦИОНАЛЬНАЯ РЫНОЧНАЯ СИСТЕМА

Система NASDAQ в действительности разделяется на две составные части: эмиссии в обычной системе NASDAQ и эмиссии в Национальной рыночной системе (National Market System — NMS). NMS является верхним ярусом системы NASDAQ и включает наиболее известные и наиболее ходовые эмиссии. В свое время ее критерии включения в курсовой бюллетень были намного более строгими по сравнению с обычными эмиссиями NASDAQ. Однако в 1990 г. Совет директоров NASD внес предложение удвоить обычные требования по внесению в курсовой бюллетень NASDAQ, что могло бы сблизить основные критерии для двух частей этой системы. На конец 1990 г. критерии NMS были следующими:

Чистые материальные активы	4 000 000 дол.
Чистая прибыль (за последний налоговый год)	400 000 дол.
Прибыль до вычета налогов (за последний налоговый год)	750 000 дол.
Публичное размещение	500 000 акций
Число «делателей» рынка	2
Число акционеров	800 или 400,
	в зависимости от количества обращающихся публичных акций

Таблица 9-1. 50 наиболее ходовых эмиссий акций в системе NASDAQ/NMS в 1990 г.

5 0 M o s t A c t i v e

I s s u e s I n 1 9 9 0

Символ	Название компании	Цена при закрытии (12/31/90)	Объем акций
1. MCIC	MCI Comm. Corp.	19,875	607,988,000
2. INTC	Intel Corp.	38,500	473,120,000
3. ORCL	Oracle Sys.Corp.	7,875	410,385,000
4. AAPL	Apple Computer, Inc	43,000	398,958,000
5. SUNW	Sun Microsystems, Inc.	21,375	363,249,000
6. TCOMA	Tele-Comm., Inc. CIA	13,250	351,366,000
7. MS FT	Microsoft Corp.	75,250	218,427,000
8. SGAT	Seagate Tech., Inc.	11,750	213,669,000
9. RTRSY	Reuters Holdings PLC	40,500	190,206,000
10. NOVL	Novell, Inc.	33,000	173,429,000
11. MCAWA	McCaw Cellular Comm., Inc. CIA	17,250	172,090,000
12. LOTS	Lotus Dev. Corp.	20,000	158,686,000
13. LIZC	Liz Claiborne, Inc.	29,750	155,277,000
14. ADBE	Adobe Sys. Inc.	29,125	145,683,000
15. QNTM	Quantum Corp.	18,625	141,396,000
16. DIGI	DSC Comm. Corp.	6,875	133,707,000
17. NOBEN	Nordstrom, Inc.	22,250	132,024,000
18. TWRX	Software Toolworks, Inc.(The)	3,125	128,692,000
19. AMGN	Amgen Inc.	62,250	123,669,000
20. MENT	MentorGraphics Corp.	12,500	118,248,000
21. COMS	3Com Corp.	8,000	110,392,000
22. CTUS	Cetus Corp.	7,250	110,314,000
23. MCCS	Medco Containment Svcs., Inc.	30,250	104,415,000
24. USHC	U.S. Healthcare, Inc.	29,375	103,961,000
25. MIDL	Midlantic Corp.	5,000	97,609,000
26. ASTA	AST Research, Inc.	37,250	96,732,000
27. MXTR	Maxtor Corp.	4,938	95,998,000
28. STJM	St.Jude Med., Ins.	34,500	93,026,000
29. SMLS	SciMed LifeSys., Inc.	30,500	86,257,000
30. NSCO	Network Sys. Corp.	10,500	85,457,000
31. INGR	Intergraph Corp.	13,750	82,511,000
32. PCLB	Price Co. (The)	39,250	82,054,000
33. COMM	Cellular Comm., Inc.	28,250	77,543,000
34. CMCSK	Comcast Corporation CI A Spcl	12,875	76,948,000
35. LINB	LIN Broadcasting Corp.	61,500	75,250,000
36. PICN	Pic N SaveCorp.	9,000	74,274,000
37. CSFN	CoreStates Fin.Corp	31,750	72,895,000
38. XOMA	XOMACorp.	20,500	72,880,000
39. TATE	Ashton-Tate Corp.	5,500	70,787,000
40. ACAD	Autodesk, Inc.	50,750	70,089,000
41. EXBT	Exabyte Corp.	14,000	69,912,000
42. MIPS	MIPS Computer Sys., Inc.	8,250	67,574,000
43. OCTL	Octel Comm. Corp.	11,500	67,362,000
44. ADTLY	ADT Ltd.	21,625	66,903,000
45. UNIH	United Healthcare Corp.	23,250	66,701,000
46. ALWS	Allwaste, Inc.	4,000	66,668,000
47. RYAN	Ryan's Family Steak Houses, Inc.	5,625	65,030,000
48. COST	Costco Wholesale Corp.	48,250	64,313,000
49. SQNT	Sequent Computer Sys., Inc.	18,000	64,232,000
50. USBC	U.S. Bancorp	20,250	63,677,000

Note: This list includes only securities that had a 1990 closing price of \$ 3 or more.

Существуют также некоторые альтернативные правила внесения в курсовой бюллетень, которые применяются по отношению к компаниям, не отвечающим этим критериям, но которые действовали не менее 3 лет, имели более крупные активы и большее количество акций в обращении по сравнению с приведенными выше критериями.

Информационная отчетность NMS аналогична отчетности по эмиссиям акций, которые котируются на биржах. Информация об эмиссиях, котируемых этой системой, в ежедневной коммерческой прессе включает: самые высокие и самые низкие цены за последние 52 недели, символы обозначения компаний в системе NASDAQ, ставку дивиденда, отношение рыночной цены к чистой прибыли компании, объем, самые высокие и самые низкие цены при закрытии торговли и чистые изменения в течение дня. Иными словами, вся та информация, которую большинство инвесторов получают по эмиссиям, котируемым на Нью-Йоркской фондовой бирже или Американской фондовой бирже, также легко доступна по эмиссиям, котируемым Национальной рыночной системой.

Объем торговли в NMS и системе NASDAQ уже давно опередил совокупный объем торговли на Американской фондовой бирже и региональных фондовых биржах. Этот рынок акций занимает третье место в мире, уступая лишь Нью-Йоркской и Токийской фондовым биржам. В 1990 г. общий объем торговли в системе NASDAQ составил 33,38 млрд акций по сравнению с 39,665 млрд акций на NYSE и 3,329 млрд акций на Атех. Несмотря на то что показатели объема в долларовом выражении не настолько же близки из-за более низкой средней цены одной акции в системе NASDAQ, совокупный объем торговли акциями в долларовом выражении в этой системе составил впечатляющую сумму — 452,4 млрд дол., или примерно одну третью часть от объема торговли на NYSE в 1990 г.²

Некоторые из компаний, акции которых котируются в NMS, очень хорошо известны в США. Несмотря на то что многие знаменитые «старые названия» в промышленности США котировались в течение многих лет на NYSE, котируемые NMS более новые и растущие компании развивались очень быстро. Это относится прежде всего к технологии. Компьютеризированная система торговли, похоже, привлекает руководителей технологических корпораций. «Apple Computer», «Adobe Systems», «Seagate Technologies*», «MCI Communications», «Cray Computer*», «Amgen» и «Intel Corp.» — это лишь немногие среди хорошо известных эмитентов, акции которых обращаются в Национальной рыночной системе, руководители некоторых из этих концернов высказывались в ее поддержку. Многие ценные бумаги, котируемые в NMS, могут быть включены в курсовой бюллетень NYSE. Однако акционеры и руководящие должностные лица предпочитают оставаться в котировочном списке NMS, плата за включение в который, во-первых, ниже. Во-вторых, представляется, что цены на акции не «страдают» от того, что они не выставлены на бирже. Некоторые руководители особенно критиковали систему специалистов на биржах и считали, что метод конкурирующих «делателей» рынка в системе NASDAQ обеспечивает более справедливое ценообразование.

² NASDAQ Fact Book - 1991, p. 7.

АМЕРИКАНСКИЕ ДЕПОЗИТНЫЕ РАСПИСКИ

Этот инвестиционный инструмент, обычно называемый ADR (American Depository Receipts), является наиболее обычным методом торговли иностранными (за исключением канадских) эмиссиями акций в США. Если американский инвестор непосредственно покупает иностранные акции, его могут ожидать некоторые неудобства, однако обычно серьезных проблем не бывает. Дивиденды могут выплачиваться в иностранных валютах; ежегодные отчеты (когда и если они доступны) могут быть на иностранном языке. Действительная проблема возникает, когда инвестор решит их продать. Если акции не зарегистрированы в SEC, продавец может быть подвержен наказанию согласно Закону о ценных бумагах 1933 г. в качестве распространителя незарегистрированных ценных бумаг. Само намерение может не быть мошенническим, однако закон запрещает оказывать помощь при распространении незарегистрированных эмиссий акций.

Американская депозитная расписка была изобретена «Morgan Guaranty Trust» в 20-х годах с целью решения некоторых из этих проблем. В те времена не существовало никаких федеральных требований регистрации ценных бумаг. Банк хранит соответствующие акции в одном из своих филиалов за границей, обычно в стране эмитента. Расписки, служащие обеспечением этих акций, эмитируются и обращаются на американском рынке. Банк получает свою прибыль за счет вознаграждения за эмиссию и обработку этих расписок. В настоящее время несколько банков, помимо «Morgan Guaranty», эмитируют ADR. В их число входят «Citibank», «Bank of New York» и «Bank of America».

Если эти расписки выпускаются по запросу эмитента, то говорят, что их «спонсируют». Банки могут также создавать «неспонсируемые» ADR по запросу инвесторов. «Спонсируемые» ADR почти всегда регистрируются в Комиссии по ценным бумагам и биржам; «неспонсируемые» могут не регистрироваться. Зарегистрированы все ADR, находящиеся в котировочных списках всех бирж и Национальной рыночной системы. Держатели ADR обычно сохраняют все права акционеров ценных бумаг в стране происхождения. Дивиденды выплачиваются в американских долларах, годовые и прочие отчеты поступают на английском языке, а акции котируются в долларах.

Поскольку интерес к иностранной акционерной собственности продолжает расти, то и популярность ADR также повышается. В свое время практически исключительные права на рынок ADR принадлежали внебиржевому рынку. Хотя Национальная рыночная система сохраняет ряд престижных ADR, за последние годы Нью-Йоркская фондовая биржа смогла включить в свой котировочный список такие известные компании, как «Sony», «Honda Motor», «Hitachi», «British Airways» и «British Telecom».

БЮЛЛЕТЕНЬ ВНЕБИРЖЕВОГО РЫНКА

Уже отмечалось выше, акции примерно 50 тыс. различных корпораций обращаются на внебиржевом рынке. Из этого общего количества на конец 1990 г. 4132 эмиссии входили в котировочный список системы NASDAQ и 2576 эмиссий — NMS. Что же тогда с остальными 46 тыс. эмиссий? Большинство из

них продается и покупается с использованием методов, описанных выше при рассмотрении традиционного внебиржевого рынка. Эти эмиссии представляют широкий выбор «качественных» компаний, акции которых являются неходовыми, обанкротившихся официально зарегистрированных корпораций, не имеющих существенных активов и не ведущих операций, компаний с таинственными и обычно мошенническими тайными процессами (системы создания вечного двигателя и тому подобные), старые требования горнодобывающих компаний, вновь созданные компании и многочисленные другие компании. В начале 80-х годов появился активный и спекулятивный рынок в Денвере, штат Колорадо, торговля на котором главным образом включала мелкие акции, спекулятивные эмиссии нефтяных и горнодобывающих компаний с низкими ценами. Наступивший в результате инфляции крах структуры мировых цен на нефть нанес этому рынку сокрушительный удар, от которого он так до сих пор и не оправился. Многие инвесторы понесли значительные убытки.

Цены на подобные ценные бумаги можно было найти в «розовых листках», ежедневной публикации, в которой дилеры помещали свои ориентировочные ценовые показатели. «Розовые листки» давали возможным инвесторам некоторое представление о том, что представляли из себя рыночные цены днем раньше, но не точные показатели текущих цен. Они использовались главным образом не для указания уровня цен, а как список «делателей» рынка по каждой эмиссии и их телефонных номеров. Таким образом, если кто-то хотел проверить текущую рыночную цену по неясной для него эмиссии, то «розовые листки» давали ему такую возможность. В ином случае их ценность для торговца была минимальна.

В июне 1990 г. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам создала бюллетень внебиржевого рынка. Хотя его начало напоминало автоматизированные «розовые листки», он быстро превратился в нечто более важное. К концу 1990 г. в этом бюллетене помещались цены в режиме реального времени по 4220 различным эмиссиям. Твердые котировки, которых никогда не было в «розовых листках», помещались по большинству эмиссий. Более 70% всех помещенных котировок были твердыми с одной или другой стороны рыночной цены. Участие «делателей» рынка возросло до 234 различных фирм³. Эта ранее недоступная информация предоставляет инвесторам и регулирующим органам преимущество, которое никогда ранее не было возможно в этом секторе рынка.

УЧАСТНИКИ РЫНКА

Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам включает 5827 организаций-членов. Среди них многие невелики: в некоторых операциях могут заниматься лишь один или два человека. Многие другие занимаются лишь такими «товарами», как законные средства уменьшения налогов (их число сократилось после изменений в налоговом законодательстве в середине 80-х годов), взаимные фонды, плавающие ренты и аналогичные комплексные

³ NASD Annual Report - 1990, p. 10.

инвестиции. Эти фирмы не имеют ни капитала, ни желания «делать» рынки в системе NASDAQ. Действительно, существует примерно 421 активный «делатель» рынка в этой системе, или примерно по 10 эмиссий на каждого. Как это случилось в целом с индустрией ценных бумаг, участники системы NASDAQ были вынуждены консолидировать деятельность в руках более крупных участников. В 1992 г. крупнейшими среди них, вероятно, были «Shearson Lehman Brothers» и «Merrill Lynch». По мере роста заинтересованности институциональных инвесторов в эмиссиях внебиржевого рынка число сделок с крупными пакетами акций будет, несомненно, расти, а вместе с таким ростом и потребность в дополнительном капитале в отрасли. Институтам принадлежало более 60% акций «Intel Corp.», «MCI Communications», «Apple Computer Ink.», «Novell, Inc.», «Tele-Communications, Inc.» и «Reuters Holding PLC» — шести из десяти самых ходовых эмиссий, обращавшихся в системе NASDAQ в 1990 г. Торговля крупными пакетами акций (сделки с 10 тыс. акций и более) составляла 50% и более от объема торговли большинства этих эмиссий в этом году⁴. Этот тип торговли, привычный для Нью-Йоркской фондовой биржи, безусловно, затруднит малым фирмам конкуренцию с крупными фирмами в обеспечении ликвидных рынков.

«Третий рынок»

Это выражение относится к сделкам с котируемыми на биржах ценными бумагами, заключенным на внебиржевом рынке. За определенными исключениями члены бирж должны исполнять приказы по котируемым ценным бумагам на бирже. Фирмы—члены Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам не обязаны следовать этому, если они не состоят также членами биржи. Следовательно, ничто не мешает им «делать» рынки котируемых эмиссий, если из этого можно извлечь прибыль. До 1 мая 1975 г. члены NYSE были обязаны следовать схеме минимальных ставок комиссии брокеров, которая в действительности являлась фиксированной ставкой. Для фирмы—члена NASD часто появлялась возможность совершать внебиржевую сделку с котируемыми на бирже акциями по более низкой чистой цене (или по более высоким чистым поступлениям), чем член биржи мог это сделать с учетом комиссионных. Например, приказ о покупке 500 акций по цене 70 привел бы к комиссионным в размере 325 дол. на бирже и в сумме 35 325 дол. наличными. Фирма, действующая на «третьем рынке», могла бы купить акции за свой собственный счет по $70\frac{1}{8}$, произвела бы наценку до $70\frac{1}{4}$ и продала бы их клиенту за 35 250 дол. *чистой* наличности. Фирма получила прибыль в размере 62,50 дол. в результате сделки (разница между $70\frac{1}{8}$ и $70\frac{1}{4}$) и тем не менее позволила клиенту сэкономить 75 дол. Для институтов, которые часто появляются на рынке с приказами с количеством 5 или 10 тыс. акций или даже больше, такая экономия становится весьма значительной. «Третий рынок» никогда не был таким ликвидным, как NYSE, поскольку лишь немногие участники имели достаточный капитал для обработки действительно крупных пакетов акций на базе нетто-инвестиций, однако большое количество сделок ускользнуло из операционных залов бирж.

⁴ *Ibid.*, p. 12.

Согласно указанию конгресса Комиссия по ценным бумагам и биржам запретила схемы с фиксированными ставками в индустрии ценных бумаг с 1 мая 1975 г. Фирмы—члены фондовых бирж могли свободно оговаривать с клиентами ставки комиссионных, и в течение короткого времени те клиенты, которые имели сильные позиции на переговорах, снизили ставки комиссионных до минимальных значений. В настоящее время многие институты могут совершать сделки со ставками в 5 центов за акцию и ниже. Поскольку фирмы, действующие на «третьем рынке», не могут совершать сделки с получением прибыли по такой ставке — минимальная разница в цене для большинства акций составляет 12,5 цента, большинство их было вынуждено оставить этот рынок. Около 17 фирм продолжают совершать регулярные сделки на этом рынке, но, когда они их заключают, они должны сообщать обо всех сделках на ленте тикера консолидированной котировочной службы (см. гл. 7), как если бы эта сделка произошла в операционном зале биржи. Вероятно, «третий рынок» достиг своего зенита в начале 70-х годов, но с эволюцией Межрыночной торговой системы разница между выполнениями сделок «вне» и «внутри», несомненно, станет еще более неясной.

«Эмиссии акций 19с-3»

В своих усилиях по выполнению мандата конгресса о создании Национальной рыночной системы Комиссия по ценным бумагам и биржам одобрила продолжение заключения сделок на внебиржевом рынке членами бирж с эмиссиями акций, которые были включены в курсовой бюллетень после 26 апреля 1979 г. В настоящее время члены бирж могут «делать» рынки любых новых эмиссий, внесенных в курсовой бюллетень, по своему выбору. Совершение сделок с этими эмиссиями, которые были названы «эмиссиями акций 19с-3» по нумерации соответствующего раздела закона 1934 г., началось в июле 1980 г. Очевидно, это правило приводит к еще большему ослаблению требования любой биржи об исключительности торговли определенными эмиссиями. Пока фирмы—члены NYSE осмотрительно подходили к торговле «19с-3». За исключением рынка понижающихся цен, совершение сделок с акциями на внебиржевом рынке в качестве принципала приносит значительно большую прибыль, чем в качестве агента, поэтому представляется логичным ожидать усиления активности в этой области по мере большего знакомства с ней.

НАЦИОНАЛЬНАЯ АССОЦИАЦИЯ ДИЛЕРОВ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ

Корни Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам (NASD) восходят к Закону о восстановлении национальной промышленности 1933 г., являвшемуся составной частью «Нового курса». В попытке оживить промышленную и деловую активность и снизить безработицу закон создал Национальную администрацию по восстановлению (National Recovery Administration — NRA), которая способствовала развитию отраслевого саморегулирования путем системы «кодексов честной конкуренции». Инвестиционные банки, а также другие отрасли разработали «кодекс честной конкуренции».

Несмотря на то что в 1935 г. NRA была объявлена неконституционной, инвестиционные банки сохранили свой кодекс честной торговли под названием Комитета конференции инвестиционных банков. В 1938 г. конгресс принял поправки к закону 1934 г. путем добавления раздела 15А, закона Мэлони. Закон гарантировал создание саморегулируемого органа для управления внебиржевым рынком в значительной степени аналогично тому, как биржи были обязаны контролировать свою собственную деятельность. NASD стала единственной организацией, которая была создана таким образом, до настоящего времени.

Закон предоставил уполномоченной ассоциации право создавать и вводить в действие правила, препятствующие мошенничеству и спекуляции, получению чрезмерных прибылей и защищающие инвесторов и общественные интересы. Ассоциация получила также право дисциплинировать своих членов с использованием ряда средств, включая порицание, штраф и исключение. Наконец, подобная ассоциация получила также право ограничивать членство в ней, если это соответствует общественным интересам, и создавать правила, запрещающие членам предоставлять торговые скидки брокерам-дилерам, не являющимся членами ассоциации, или какие-либо другие льготы благодаря членству, которые недоступны широкой публике. Членство было открыто для всех фирм, занимающихся операциями с ценными бумагами в области инвестиционной банковской деятельности или торговли на внебиржевом рынке. Однако были исключены банки, которые являются гарантами и совершают сделки с некоторыми муниципальными ценными бумагами.

Организация

В 1990 г. членами Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам состояли 5827 фирм. Эти фирмы имели 24 457 филиалов и в совокупности 417 048 зарегистрированных представителей и принципалов, что также является рекордом. NASD включает фирмы, занимающиеся торговлей на внебиржевом рынке, инвестиционные банки, брокерские фирмы с пониженными комиссионными, законные средства уменьшения налогов и взаимные фонды. Кроме того, многие страховые компании создали филиалы или дочерние компании, входящие в NASD и занимающиеся такими рыночными «товарами», как страховые полисы, в которых часть фиксированной ежегодной премии инвестируется в финансовые активы, плавающие ренты и взаимные фонды. Следует также заметить, что членство в NASD и членство на биржах не только взаимно не исключают друг друга, но и скорее естественно дополняют таким образом, что все фирмы—члены NYSE, знакомые как с индивидуальными, так и институциональными инвесторами, являются также членами NASD. Только те члены NYSE, вероятно, не получают большой выгоды от членства в NASD, которые ограничивают свою деятельность рамками операционного зала биржи. Наиболее типичными подобными фирмами, многие из которых фактически представляют собой единоличные предприятия, являются «двухдолларовые» брокеры, зарегистрированные дилеры по ценным бумагам, поддерживающие конкурентоспособный рынок, и некоторые из

некрупных специалистов (большинство крупных специалистов участвует в ней).

NASD возглавляется советом управляющих, избираемых каждым членом. Большинство из 40 управляющих избираются из членов 11 отделений ассоциации, а некоторые избираются случайно. Являющийся служащим президент ассоциации также входит в совет. Совет собирается шесть раз в год для выработки политики и обсуждения серьезных дел. Текущая деятельность ассоциации направляется региональными конторами, однако проверка соблюдения правил этического поведения находится в руках каждого регионального Комитета делового поведения, состоящего исключительно из представителей членов региона. Следовательно, слушанием жалоб и принятием по ним решений занимаются такие же члены, как и обвиняемый, а не орган, состоящий из административных функционеров.

Правила добросовестной торговли

Наиболее важные правила NASD предназначены поддерживать высокие нормы делового поведения. Если член нарушит эти правила, то наказание может быть довольно мягким в виде порицания, однако часто оно включает штраф и приостановление членства. Высшей мерой наказания является исключение, поскольку исключенный член понимает, что практически невозможно осуществлять прибыльный бизнес с ценными бумагами вне рамок ассоциации.

Из-за сложной, постоянно меняющейся природы рынков трудно составить меняющиеся и строгие при применении правила. Тем самым некоторые считают, что слово «обоснованный» в этих правилах прямо противоположно выражению «не должен». Среди более важных правил есть такие, которые требуют, чтобы:

- плата за услуги была обоснованной и не была несправедливо дискриминационной по отношению к разным клиентам;

- сделки (дилерские) с нетто-инвестициями проводились по справедливым ценам с учетом всех условий (соответствующие расходы, рыночные условия, обоснованная прибыль для дилера); иными словами, повышение цен должно быть справедливым;

- котировки дилеров были твердыми, если не оговорено иное;

- не было обмана, спекуляции или мошенничества при совершении сделки;
- ценные бумаги, участвующие в сделке (при обмене), были справедливо оценены по текущей рыночной цене.

Очень важное правило ограничивает предоставление уступок или скидок с цены другим членам NASD. Другими словами, нечлены должны платить публичную цену за предлагаемые ценные бумаги. Ни один нечлен не может участвовать в инвестиционной банковской деятельности, на внебиржевом рынке или во взаимных фондах по оптовым ценам, по которым члены могут торговать друг с другом. Это положение, по существу, закрывает возможности для фирм-нечленов, которые пытаются получить обоснованную прибыль в любой из этих сфер. Действительно, некоторым фирмам удается выживать без участия в NASD, но все подобные фирмы очень малы и занимают мел-

кие специализированные ниши, например мелкие акции, местные эмиссии и программы прямого участия (законное сокращение налогов). Тем не менее прибыльные операции в других областях бизнеса с ценными бумагами корпораций трудно представить без участия в NASD.

Кодекс унифицированной практики

Помимо правил добросовестной торговли NASD подготовила детальный кодекс для стандартизации средств урегулирования сделок с ценными бумагами. Охваченные позиции включают поступления и поставки, подтверждения, даты расчетов, расчет накопленных процентов, перевод денег и рекламации. По большому счету эти правила аналогичны правилам, используемым на биржах, что обеспечивает индустрию ценных бумаг общенациональными нормами для урегулирования большинства сделок с ценными бумагами.

Обеспечение дисциплины

Как указывалось выше, NASD различными путями наводит дисциплину среди «заблудших» членов. Иногда считается, что ассоциация является судьей, присяжным и палачом, хотя это верно лишь в ограниченной степени. Поступающая жалоба на члена для ее рассмотрения должна быть подана в письменном виде. После подачи жалобы обвиняемому предоставляется возможность дать ответ, и он может потребовать слушаний с участием адвоката. Судебные разбирательства проводятся местными региональными Комитетами делового поведения, т.е. такими же членами, как и обвиняемый. Член может оказаться невиновным. Однако в случае его виновности мерой наказания могут быть порицание, штраф, приостановление членства, исключение или сочетание этих мер. Если обвиняемый не согласен с решением суда, он может подать апелляционную жалобу в совет управляющих, затем в Комиссию по ценным бумагам и биржам и в конечном счете в федеральный суд.

Приостановление членства и исключение являются суровыми наказаниями. В течение периода приостановки членства на определенное время или на неограниченный срок в случае исключения виновную сторону надо рассматривать в качестве нечлена, что означает запрет на участие во «внутренних» или оптовых рынках. Это эффективным образом ставит исключенного члена вне торговли ценными бумагами, а фирмы, членство которых временно приостановлено, часто *фактически* устраниваются из торговли ценными бумагами из-за ослабления их жизнеспособности. Исключенные члены могут вернуться только при получении первоначального разрешения NASD и SEC. Часто член уже выбывает из торговли ценными бумагами за то время, пока действуют эти жесткие наказания.

Отметим также, что NASD может проверять бухгалтерские книги и записи членов по своему желанию. Совершаемые обычно «на местах», эти ревизии могут случайно вскрыть нарушения, даже когда не подавалось формальной жалобы. Сама возможность подобных неожиданных ревизий и проверок означает, что отдел фирм-членов, следящий за выполнением правил торговли, должен проявлять постоянную бдительность при наблюдении за прода-

жами и торговыми операциями. Таким образом, сама угроза подобных действий заставляет даже самых предусмотрительных членов проявлять усердие в своей внутренней деятельности. Весьма парадоксально, но крупнейшие члены с наибольшим количеством представителей и торговцев менее других могут оказаться вовлеченными в серьезные разборки, поскольку именно эти фирмы проводят наиболее строгую политику высоких этических норм и строго следуют правилам ассоциации. Вероятный клиент должен иметь четкое представление о репутации фирмы до вступления с нею в деловые отношения. Нет никаких причин избегать отношений с небольшими фирмами при условии благоприятной структуры их капитала и высокой репутации. Аналогичным образом, счет в крупной фирме-члене не дает никаких гарантий этического совершенства отдельного представителя независимо от того, как он прошел проверку на благонадежность и насколько хорошо он подготовлен, хотя вероятность таких гарантий может быть достаточно высока благодаря средствам крупнейших членов и их приверженности самодисциплине.

Проблема надбавок

Весьма противоречива проблема величины прибыли, которая должна допускаться для брокера-дилера внебиржевого рынка. Действительно, одна сторона, считающая, что *«пусть покупатель остерегается»*, заявляет, что это дело не какого-либо одного лица, а NASD. В конце концов, решение клиента о покупке товаров в «I. Magnin» или «Bloomingdales» не зависит от представления клиента о размерах прибылей этой фирмы даже в том случае, если очевидно, что аналогичный (или очень похожий) товар можно дешевле приобрести в Других магазинах. Около 40 лет назад NASD провела опрос своих членов о надбавках по ряду типичных сделок. После подведения итогов этого исследования совет управляющих объявил, что результаты показывают, что надбавка в 5% представляется достаточной для обеспечения жизнеспособного и здорового дела на внебиржевом рынке. Так была введена «политика надбавки в 5%» NASD, которая стала нормой для предпринимательства на внебиржевом рынке. Жесткое применение 5%-й (или какой-либо другой) максимальной надбавки в реальности запрещено законом Мэлони, согласно которому существует сама NASD.

Конкурентная природа договорного рынка доказала на практике обоснованность этой политики, и соблюдающие этику дилеры почти не имеют проблем, мирясь с правилом, хотя оно имеет ограничительный характер. Эта политика достаточно гибка и учитывает большинство крайних случаев, возникающих в торговле, и даже позволяет повышать надбавку сверх 5% в тех нечасто встречающихся обстоятельствах, когда это превышение обосновано. В конечном счете основным критерием является приверженность члена первому из правил добросовестной торговли: «При ведении своего бизнеса член обязан соблюдать высокие нормы коммерческой честности и справедливых и беспристрастных принципов торговли»⁵.

⁵ NASD Manual, Para. 2151, sec. 1.

Зарегистрированные представители

Служащие организаций—членов NASD, которые работают непосредственно с клиентурой или действуют в роли торговца, должны быть квалифицированы в качестве «зарегистрированных представителей». Фондовые биржи имеют аналогичное требование. После заполнения подробной анкеты о своем образовании и деловой деятельности в прошлом кандидат должен сдать шестичасовой экзамен, состоящий из 250 вопросов⁶. Этот тест создан в результате совместных усилий различных саморегулируемых организаций, однако руководство им осуществляется через компьютерную тестовую систему PLATO Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Свыше 160 тыс. экзаменов проводились через эту систему в 1990 г.

Даже после таких подготовительных мероприятий представитель остается под постоянным наблюдением со стороны служащего, в обязанности которого входит немедленное сообщение о любом участии представителя в незаконных или неэтичных действиях. Действительно, нарушения правил раскрываются до того, как это сделает NASD, предпринимаются соответствующие действия и сообщается о результатах в NASD. Часто это означает увольнение служащего и может также сопровождаться штрафами или другими наказаниями. Эти наказания являются дополнением к тем наказаниям, которые сама NASD может наложить позднее. Для уволенного когда-либо по такой причине бывшего представителя может оказаться исключительно трудным делом вновь найти работу в индустрии ценных бумаг. Клиенты должны понимать, что сдача экзамена и работа в пользующейся высокой репутацией фирме-члене гарантирует умение представителя успешно выбирать и направлять инвестиции не больше, чем включение в коллегия адвокатов не гарантирует юристу успеха в каждом судебном процессе. Однако это дает по меньшей мере минимальный уровень знаний, которые более точны по сравнению с теми, которые применяется в таких сферах, как страхование, недвижимость или банковское дело.

Зарегистрированные принципалы

Должностные лица, директора, партнеры, управляющие конторами и некоторый прочий контролирующий персонал квалифицируются в качестве *принципалов* NASD. В их обязанности входит наблюдение за деятельностью представителей и других людей, находящихся под их контролем. Например, если представитель нарушит правила NASD или совершит другие неэтичные действия, то принципал, контролирующий этого представителя, может за «недостаточный контроль» понести наказание. Существует ряд различных видов регистрации принципалов в зависимости от сферы выполняемых ими функций, например основные ценные бумаги, опционы, инвестиционные компании или финансовые и операционные функции. Имеются дополнительные экзаменационные требования, которые должны быть выполнены до того, как NASD регистрирует принципала.

• Те, кто занимается операциями только в ограниченных областях, например взаимными фондами, могут сдавать экзамен в сокращенном варианте.

АМЕРИКАНСКАЯ V ФОНДОВАЯ БИРЖА И ДРУГИЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ США

Длительная история и прочное доминирование Нью-Йоркской фондовой биржи в национальной торговле акциями объясняет, почему большинство американцев вспоминает именно о этой бирже, когда они думают о фондовом рынке. Действительно, NYSE занимает второе место по посещаемости туристами среди достопримечательных мест Нью-Йорка, уступая лишь «Empire State Building». Однако всего лишь в нескольких кварталах от нее расположена вторая по величине и самая активная биржа американских ценных бумаг — Американская фондовая биржа («American Stock Exchange* — Атех). Несмотря на снижение за последние годы своего относительного значения, Атех остается активным рынком, при этом обращающиеся на ней ценные бумаги и производные финансовые инструменты нелегко найти на других рынках.

В показателях совокупного объема и в долларовом выражении нет никакого соперничества между NYSE и Атех. В 1990 г. объем торговли на NYSE составил 39,6 млрд акций на общую стоимость 1,325 трлн дол. На Атех объем торговли занял второе место по величине в истории биржи и составил 3,3 млрд акций на общую стоимость 37,7 млрд дол.¹ Превосходство Атех проявляется в разработке новых фондовых продуктов, главным образом в области производных финансовых инструментов. Остается открытым вопрос о том, достаточно ли этого для ее сохранения в будущем.

Аналогичны проблемы, с которыми сталкиваются региональные биржи, но, пожалуй, они серьезнее. Основная проблема состоит в технологии. Революция в телефонной, компьютерной и других видах связи привела к снижению потребности в наличии бирж, находящихся в региональных населенных и коммерческих центрах. Доступ к крупнейшим рынкам, по существу, мгновенный, а издержки по получению этого доступа малы. За последнюю четверть столетия исчезли жизнеспособные в свое время биржи в Вашингтоне, округ Колумбия; Балтиморе; Детройте; и даже в таких на вид маловероятных местах, как Солт-Лейк-Сити; Уилинг, штат Западная Вирджиния; Спокан, штат Вашингтон.

¹ NYSE Fact Book - 1991, p. 22; American Stock Exchange Fact Book - 1991, p. 7.

Инстинкт выживания оставшихся региональных бирж ярко выражен. Частично его представляют интересы тех кругов, чье финансовое благополучие связано с этими биржами, а именно членом, которым принадлежат эти биржи, и других людей, занятость которых окажется под угрозой в случае закрытия этих бирж. Другие причины могут включать соображения, которые имеют скорее географический, чем финансовый характер. По большому счету кажется, что инвесторы предпочитают иметь дело с близлежащими источниками. Покупка акций на Нью-Йоркской фондовой бирже считается по всей стране, даже во всем мире, как приобретение на справедливом рынке по справедливой цене. Межрыночная торговая система обеспечивает постоянный доступ к рынку NYSE из региональных и других источников и без потерь в ценах. Однако региональные биржи не могут питать надежды на выживание лишь благодаря наличию альтернативных котировочных листов. Значительная часть этого рынка направляется непосредственно на NYSE, «третий рынок» или даже биржи-конкуренты. Если региональные биржи доживут до XXI в., они смогут добиться этого только в том случае, если разрабатывают уникальные фондовые продукты, которые либо нельзя будет получить у их более крупных конкурентов — NYSE или NASDAQ, либо будут невыгодны с экономической точки зрения для них.

АМЕРИКАНСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА

В течение длительного времени Атех была второй по значению биржей в стране как по показателям торговой активности, так и по объему продаж в долларовом выражении. Однако по обоим этим показателям она значительно уступает как NYSE, так и системе NASDAQ. В отличие от региональных бирж Атех не является ни рынком для региональных эмиссий, ни альтернативным местом исполнения сделок с эмиссиями акций, котируемыми на NYSE. Ее скорее стали рассматривать в качестве своего рода непостоянного приюта для корпораций, не желающих включать свои эмиссии в курсовой бюллетень (или эти эмиссии не соответствуют требованиям) NYSE, и предпочитают биржевую систему торговли системе NASDAQ.

До 70-х годов Атех обычно рассматривали в качестве промежуточной станции для растущих корпораций между внебиржевым рынком и NYSE. Торговля акциями корпораций осуществлялась на внебиржевом рынке после их первоначального публичного предложения, поскольку правила Комиссии по ценным бумагам и биржам не разрешали немедленного внесения в котировочный список, а также потому, что лишь немногие первоначальные публичные предложения акций так или иначе отвечали требованиям для внесения в курсовой бюллетень NYSE или Атех. После периода «акклиматизации» на внебиржевом рынке, который часто продолжался в течение нескольких лет, прибыли и количество обращающихся акций корпорации могли возрасти до уровня, позволявшего внести их в котировочный список Атех. Стимулом для внесения этих акций в котировочный список Атех была большая «прозрачность»: цены на Атех весьма подробно освещались (иногда приводились полные данные) даже в нефинансовых газетах. Ожидалось, что печатание отчетов с регулярной подробной информацией о ценах привлекает

внимание инвесторов, которые в противном случае могли просто не знать о существовании этих компаний. После периода продолжительного финансового роста компания считалась окончательно «созревшей» для внесения в курсовой бюллетень NYSE.

Сейчас эта последовательность заметна реже. В настоящее время система NASDAQ дает акциям, по существу, такую же «прозрачность», как и нахождение в биржевом котировочном списке. К тому же NYSE снизила нормы для внесения в свой котировочный список, разрешив вносить в него классифицированные обыкновенные акции с различными правами голоса. Эти факторы позволили ряду крупных эмитентов, которые могли бы в ином случае котировать свои акции на Атех, направиться непосредственно на NYSE или просто остаться в системе NASDAQ. Выживание Атех, как уже отмечалось, явилось в значительной степени результатом внедрения новых фондовых продуктов. В 1990 г. рассматривалась возможность слияния с Филадельфийской фондовой биржей, однако переговоры были прерваны без принятия какого-либо решения.

История

Биржа возникла как рынок на открытом воздухе, где торговцы буквально стояли на улице или на обочине. Эта практика отнюдь не была необычной и была характерной для рынков XVIII в. в Париже, Лондоне или Амстердаме. Если датой возникновения Нью-Йоркской фондовой биржи считается либо 17 мая 1792 г., либо 5 марта 1817 г., в зависимости от ссылок на источник², точная дата появления «рынка на обочине» неизвестна. Исторические источники указывают на оживленную торговлю эмиссиями периода подъема 30-х годов прошлого века — акциями компаний по строительству каналов и дорог, осуществлявшуюся «брокерами на обочине»³. Война с Мексикой, присоединение Калифорнии и последующее открытие месторождений золота не только стимулировали экономику, но и бурную торговлю «на обочине» акциями компаний, действовавших в этих областях, прежде всего добыче золота, банковском деле и судоходстве.

Вечно изобретательные «брокеры на обочине» оживились после катастрофического краха в 1857 г. и образовали несколько новых бирж, включая знаменитую «Золотую комнату», в период вызванного войной бума 1861—1865 гг. Поскольку по-прежнему не было никакой реально организованной ассоциации «брокеров на обочине», существовал только ряд рынков, которые постоянно меняли места, начав свою деятельность на Уолл-стрит и Гановер-стрит, затем перебравшись на Уильям-стрит и, наконец, обосновавшись на Брод-стрит в 1900 г., вплоть до перемещения под крышу по месту своего современного пребывания на Тринити-плейс в 1921 г.

² Первоначальное соглашение брокеров («под платаном») было подписано в 1792 г. Устав и наименование «Нью-Йоркский фондовый и биржевой Совет» были приняты в 1817 г.

³ Эти и последующие ссылки на историю Американской фондовой биржи можно найти с большими подробностями (и с интересными иллюстрациями) в *American Stock Exchange 1980 Annual Report*, pp. 5—18.

В течение этой заключительной фазы пребывания на открытом воздухе рынок пережил свои наиболее яркие эпизоды. Брокеры, торговцы и клерки были зажаты в толпе в середине Брод-стрит, всего в одном квартале от тогдашней (и современной) штаб-квартиры «J.P. Morgan and Сотрапу», а NYSE находилась прямо напротив. Любой человек, который когда-либо посетил эти места, знает, что эти улицы очень узкие и даже в самых благоприятных условиях движение транспорта здесь очень медленное. Во время работы «рынка на обочине» Брод-стрит становилась практически непроходимой. Бизнес осуществлялся в этой толпе брокерами, носившими котелки с отличительной окраской и другие головные уборы. Это позволяло клеркам опознавать людей из своей фирмы и связываться с ними посредством системы криков, свиста и знаков руками, часть из которых сохранились до настоящего дня. Клерки, работавшие на телефоне, высывались из окон контор и подавали сигналы брокерам в толпе, в которой было очень рискованно находиться, поскольку бизнес делался в любую погоду, включая снегопады и ливневые дожди.

Под руководством И. Менделса («Рор» — «папы»), ведущего «брокера на обочине», в 1908 г. было организовано Агентство нью-йоркского «рынка на обочине». Агентство привело в систему этические нормы, которые использовались и поддерживались Менделсом и его компаньонами с 70-х годов. Однако агентство еще не было биржей. В 1911 г. оно превратилось в Нью-Йоркский «рынок на обочине» и, наконец, стало организованной биржей.

Имея много наличных денег благодаря подъему времен первой мировой войны, брокеры «Уличной биржи» стали строить постоянное помещение и перебрались под крышу по адресу Тринити-плейс, 86, примерно в трех кварталах к западу от исторического места своего расположения и NYSE. Как и все другие рынки, «уличная биржа» в 20-х годах переживала впечатляющий подъем, который достиг своей кульминации в 1929 г. Например, в 1921 г. были проданы рекордные для того времени 15,5 млн акций, облигации стоимостью 25,5 млн дол. поменяли своего владельца, а «место», или членство, было продано за 3750 дол. В 1929 г. эти показатели возросли соответственно до 476 млн акций, 834,9 млн облигаций, а место было продано за 254 тыс. дол. Также в 1929 г. члены изменили название рынка на Нью-Йоркскую «уличную биржу».

После краха рынка в 1929 г. и последовавшей за ним Великой депрессии для «Уличной биржи» настали тяжелые времена. В отличие от первой мировой войны вторая мировая война не привела к оживлению. Действительно, в 1942 г. средний ежедневный объем опустился до 89 тыс. акций, а место можно было купить за 650 дол. Окончание войны привело к очень быстрому экономическому росту и вместе с ним к продолжительному динамичному росту цен. С возвращением процветания члены, гордые за новую национальную репутацию биржи, проголосовали в 1953 г. за новое название — Американская фондовая биржа.

Послевоенный рынок с повышением цен также достиг своей кульминации в конце 60-х годов в виде спекулятивного бума, который обыкновенно случается с подобными рынками. Объем торговли на Атех составлял теперь почти 50% от объема торговли на NYSE. Например, в 1968 г. объем торговли составил примерно 3,3 млрд акций на NYSE и 1,57 млрд акций на Атех, или

47%. Поскольку такие большие суммы денег направлялись в акции более мелких компаний, которые часто встречались на Атех, наиболее популярные акции, имеющие высокий курс, подпитывались деньгами не так хорошо, как ценные бумаги не столь солидных компаний без преимущественных прав на активы эмитента. Ветераны торговли говорили, что они руководствовались следующим принципом в торговле: «Покупай на «Уличной бирже», продавай на "Большом табло"» (NYSE). Последовавший затем рынок с понижающимися ценами создал особые трудности для Атех. Это обстоятельство наравне с трансформацией внебиржевого рынка системой NASDAQ нанесли ей такой удар, от которого она так и не смогла полностью оправиться.

После этого Атех проводила постоянные эксперименты с новыми идеями, некоторые из них так ничего и не дали (например, операционные залы на Среднем Западе и на тихоокеанском побережье со спутниковой связью, биржа сопутствующих товаров и торговля процентными опционами). Однако кое-какие успехи были и приносили прибыль. Среди них наиболее впечатляющими были опционы, которыми торгуют на биржах. Начав эту деятельность в 1975 г. и отстав таким образом на два года от Чикагской опционной биржи, Атех заняла стойкое второе место, контролируя от 25 до 30% рынка. Кроме того, Атех завоевала практически весь рынок в ситуации, когда опционами по одним и тем же эмиссиям торговали на обеих биржах. Этот успех был удвоен в конкуренции в области опционов, которыми торгуют на биржах, по эмиссиям в рамках системы NASDAQ, что было введено в 1985 г. На Атех пришлось 90% совокупного объема рынка этих опционов.

Котируемые ценные бумаги

В конце 1990 г. было 1063 эмиссии акций или связанных с акциями (обыкновенные, привилегированные, warrants и т.п.), котируемых на Атех, что составляло примерно половину от количества котируемых эмиссий на NYSE в то время. Котировались 9,76 млрд акций с общей рыночной стоимостью 102 млрд дол. Несмотря на внушительную сумму, можно отметить, что рыночная стоимость только акций «Еххоп», котируемых на NYSE, составляла в то время 93,8 млрд дол.

Требования для включения эмиссий в курсовой бюллетень на Атех являются менее жесткими по сравнению с требованиями NYSE. Кроме того, директора оставляют за собой право одобрить включение в котировочный список эмиссии корпорации, которая не соответствует минимальным цифровым нормам, при условии демонстрации ею способностей получать прибыль и жизнеспособности в будущем. Ниже приведены *минимальные* нормы Атех, необходимые для включения в котировочный лист:

Прибыль до уплаты налогов	750 000 дол.
	(за последний налоговый год)
Количество публично обращающихся акций	500 000 акций
Рыночная стоимость этих акций	3 000 000 дол.
Собственный акционерный капитал	4 000 000 дол.
Цена акции	3 дол. за акцию

В число наиболее известных акций, котируемых на Атех, входят: «New York Times» (категория «А»), «Amdahl Corp.», «Wang Laboratories*» (категория «В») «Тигпег Broadcasting Systems*» и «Giant Food». На Атех котируются акции ряда канадских эмитентов, хотя этот источник уменьшился по количеству, но не по рыночной стоимости. Например, в 1960 г. котиrowались 107 канадских эмиссий, на которые приходилось около 11% всего котиrowочного листа. Эти акции имели рыночную стоимость примерно 5,9 млрд дол. США. В 1990 г. котиrowались только 50 канадских эмиссий, на которые приходилось 4,7% котиrowочного листа, однако их рыночная стоимость составляла 24,5 млрд дол. Одна из вероятных причин этого снижения доли в котиrowочном листе состояла в уменьшении спроса на эмиссии компаний, добывающих полезные ископаемые и нефть, которые в течение длительного времени находились в числе популярных канадских эмиссий. В число наиболее известных котиrowаемых канадских компаний входят «Echo Bay Mines», «Imperial Oil Ltd.», «Ford Motor Co. of Canada» и «Culf Canada Resources*».

Иностранные эмиссии

На Атех котируются 27 иностранных эмиссий акций, не считая канадских. С семью из них торговля совершается в форме американских депозитных расписок. Некоторые страны представлены в виде мест регистрации, и компании могут иметь небольшие действующие производственные мощности в этих странах или вообще их не иметь. Это положение в целом верно для котиrowаемых компаний, которые зарегистрированы в таких местах, как, например, Нидерландские Антильские острова, Каймановы острова, Аруба или Бермудские острова. Остальные являются крупными действующими корпорациями, расположенными за границей. В качестве примеров компаний этой категории можно привести «B.A.T. Industries*» (Великобритания), «Elap Corp.» (Ирландия), «Atlas Consolidated Mining & Development*» (Филиппины) и «O'okiep Corpre*» (ЮАР). Объем торговли иностранными эмиссиями (за исключением канадских) составил в 1990 г. 292 269 700 акций⁴.

Производные финансовые инструменты и прочие новые фондовые продукты

Помимо традиционных опционов, которыми торгуют на биржах, Атех имеет в котиrowочном списке несколько варрантв, в основе которых лежат различные индексы или другие фондовые инструменты, отличные от акций. Например, «Salomon Phibro Oil Trust*» разрешает инвесторам торговать инструментом, стоимость которого связана с ценой на сырую нефть в 1995 г. Варранты «put» и «call» на индекс Nikkei 225, наиболее популярный индекс акций Японии, доступны в нескольких вариантах. Они позволяют отечественным инвесторам осуществлять спекуляции или хеджирование на японских рынках, не сталкиваясь с сопутствующими проблемами исполнения сделок или производства расчетов за границей. В результате взаимных соглашений фран-

⁴ *American Stock Exchange Fact Book — 1991, p. 10.*

цузские инвесторы могут совершать сделки с варрантами на САС 40, индекс наиболее популярных акций Франции, в операционном зале Атех, в то время как Парижская биржа предлагает варранты на индекс основного рынка Атех, который очень близок к среднему показателю курса акций промышленных компаний Dow Jones. Аналогичное соглашение с Европейской опционной биржей предоставляет Атех исключительные права в США на индекс E 100, показатель акций 100 европейских компаний с крупнейшей рыночной стоимостью.

Стратегия Атех ясна и поэтому впечатляет. Путем налаживания иностранных связей и лицензионных мероприятий биржа предпринимает попытку завоевать для себя нишу на мировом рынке. Если бы биржа была вынуждена полагаться на традиционные котировочные листы акций и традиционный опционный бизнес с акциями для своего выживания, ее перспективы были бы более туманными. Атех уже готова к продолжению жесткой конкурентной борьбы. В 1990 г. ее чистая прибыль составила 226 тыс. дол. и заметно сократилась по сравнению с предыдущим годом, когда она составляла 4284 тыс. дол.⁵

Торговля облигациями

Торговля облигациями на Атех заметно возросла за последнее десятилетие, однако по-прежнему занимает весьма небольшое место на рынке облигаций в целом. Биржа ввела систему автоматического исполнения сделок с неполными лотами (номинальная стоимость составляет от 1000 до 99 000 дол.) ценных бумаг Министерства финансов США. Предназначенная первоначально для обработки казначейских среднесрочных и долгосрочных облигаций, она была впоследствии расширена и включила казначейские векселя и облигации ряда государственных агентств. В течение 1990 г. система осуществила сделки с ценными бумагами Министерства финансов США со средней ежедневной номинальной стоимостью 10 749 842 дол. и совокупным годовым объемом 2,7 млрд дол.

Торговля облигациями корпораций происходит менее активно. Средний ежедневный объем торговли облигациями корпораций в 1990 г. составил 3 032 087 дол., а в целом за год их номинальная стоимость составила 767 млн дол. В 1990 г. «МеггШ Lynch» включила в котировочный лист некоторые из своих популярных «львов» (конвертируемые облигации с нулевым купоном), которые могут обеспечить дополнительную активность на рынке облигаций корпораций Американской фондовой биржи. На конец 1990 г. биржа котировала 260 различных эмиссий корпораций.

Организация и членство

Атех организована в качестве некоммерческой корпорации штата Нью-Йорк, которая принадлежит своим членам. Поэтому любая операционная прибыль сохраняется и не может выплачиваться членам. Прибыли увеличивают соб-

⁵ *American Stock Exchange Annual Report — 1990, p. 17.*

ственный капитал организации, однако этот собственный капитал не может распределяться, пока биржа не будет ликвидирована, а это мало вероятно.

Имеются 661 постоянный член Атех, 203 члена из фирм по работе с опционами и 36 владельцев разрешений на торговлю опционами с ограниченными полномочиями. Полноправные члены имеют право заниматься торговлей любыми финансовыми инструментами в операционном зале биржи. В соответствии с названием члены из фирм по работе с опционами должны ограничивать свою деятельность этими инструментами. Разрешения на торговлю опционами были введены в 1984 г. Владельцы этих разрешений могут торговать опционами, однако они не имеют права выступать в роли «делателей» главных рынков, т.е. заниматься деятельностью, сохраняемой за полноправными членами и членами из фирм по работе с опционами. Однако они могут купить полное членство по работе с опционами, что позволяет заниматься этим видом деятельности.

Цена полного членства, или места, зависит от спроса и предложения. В 1990 г. диапазон цен за место колебался от 83,5 тыс. дол. до 170 тыс. дол., т.е. намного ниже рекордной цены 1987 г., составившей 420 тыс. дол. Снижение стоимости, возможно, является отражением мнения, что Атех отстает от системы NASDAQ, которая имеет значительно большее количество котируемых эмиссий и намного больший объем торговли. С другой стороны, стоимость членства из фирм по работе с опционами, также несмотря на значительное снижение, сохранилась на уровне свыше 100 тыс. дол., что, вероятно, указывает на то, что некоторые члены видят долгосрочную перспективу деятельности биржи в ее эволюции в направлении рынка опционов и специализированных финансовых продуктов.

Места могут быть предоставлены в аренду лицам, которые соответствуют нормам биржи, а некоторые членства покупаются в значительной степени с инвестиционными целями. Это означает, что владелец надеется купить место тогда, когда цена членства низка, предоставить место в аренду другому человеку, который будет реально пользоваться торговыми привилегиями, которые дает членство, и впоследствии продать место. Атех предлагает также ассоциированное членство, которое открыто для тех, кто желает получить некоторые из членских льгот, не неся при этом расходов по действительной покупке и сохранению места. Ассоциированные члены направляют приказы через обычных членов, например «двухдолларовых» брокеров. Устав Атех не ограничивает число ассоциированных членов. Типичным ассоциированным членом может быть малая или средняя фирма—член NYSE, которой необходим доступ на Атех для своих клиентов, но она не имеет досточного объема торговли для сохранения постоянного присутствия в операционном зале. Это более всего подходит для «дисконтных» и инвестиционных фирм, клиенты которых проявляют интерес к эмиссиям, котируемым на Атех. При относительно небольших «третьем рынке» и другой биржевой торговле эмиссиями, котируемыми на Атех, наилучшие цены обычно преобладают в самом операционном зале.

Торговля в операционном зале

Несмотря на чисто внешние отличия от операционного зала NYSE, торговая практика на Атех аналогична используемой на NYSE. Система отчетности после исполнения (post execution reporting — PER), используемая на Атех, аналогична системе «SuperDOT». Она управляется компьютерами, принадлежащими Корпорации автоматизации индустрии ценных бумаг, которая является совместным филиалом обеих бирж. Самое заметное отличие состоит в опционной деятельности. Из-за позднего старта в этой области опционная активность на NYSE остается относительно слабой, в то время как торговля опционами на Атех в среднем ежедневно составляла примерно 135 тыс. контрактов в 1990 г.

Двойная функция специалиста в качестве агента и принципала, по существу, совпадает с описанной выше функцией специалиста на NYSE (гл. 8). Число зарегистрированных специалистов на Атех в течение многих лет колеблется вокруг цифры 210. Требования к капиталу для этой функции ниже на Атех по сравнению с NYSE, однако они достаточно высоки для того, чтобы лишь несколько специалистов имели финансовые средства для действий в качестве единоличного владельца. Большинство ходовых эмиссий распределены по отделам специалистов или товариществам, которые могут иметь несколько должностных лиц или партнеров на посту, обрабатывающем приказы.

Исполнение приказов происходит по такой же открытой системе публичных торгов с выкриками, господствующей на большинстве фондовых бирж США. Приказы с ценами, которые отстают далеко от текущих рыночных цен, обычно передаются специалистам, которые и исполняют их, когда и если это возможно. Как и на NYSE, члены биржи, получившие крупные заказы, особенно поступившие от институциональных клиентов, неохотно передают их специалистам и могут оставаться в толпе брокеров, если рыночная цена может вскоре достигнуть приемлемой цены. Есть одно большое различие в принятии приказов при сопоставлении двух бирж. Специалисты на Атех могут не принимать приказы «стоп» по сделкам с полными лотами. Клиент, направляющий приказ о покупке или продаже только при достижении указанной цены, должен также назначить аналогичную цену исполнения. Это означает, что приказ должен рассматриваться как лимитный приказ «стоп» и обе цены — как «стоп», так и предельная — должны быть одинаковыми. Это означает, что приказ не будет автоматически исполнен, если, например, рыночная цена проходит через уровень стоп-цены и продолжает снижаться. Затем позиция должна быть переоценена, и приказ может либо оставаться в силе, либо его цена должна быть скорректирована с учетом текущей ситуации. Причина проведения такой политики лежит в относительно «слабом» предложении многих акций, котируемых на Атех.

При резком повышении цен многие торговцы последуют за ростом цен, защищая свои позиции «идущими по следу» приказами «стоп» для получения некоторой прибыли. Это означает, что если торговец купил акции по 20, а рыночная цена поднялась до 35, то он мог направить приказ о покупке по цене 33 «стоп». Если рыночная цена снизилась до 33 или ниже, то торго-

вещ мог быть уверен в исполнении приказа по цене, близкой к 33; однако если цена продолжала расти до 40, торговец мог поднять цену в приказе «стоп» до 38, и т.д. Таким образом акции, цены на которые продолжали расти в течение длительного времени, оставляли бы за собой след из серии приказов «стоп», которые были бы готовы к исполнению при малейшем снижении цен. Затем может возникнуть проблема, что исполнение одного приказа «стоп» может привести к дальнейшему снижению рыночной цены, приведению в действие других приказов и т.д. Это с очевидностью ведет к чрезмерному усилению непостоянства рынка и, следовательно, запрету на приказы «стоп». Однако специалист может принять приказы «стоп» по сделкам с неполными лотами, поскольку они вряд ли окажут воздействие на цены сделок с полными лотами.

Если специалист также зарегистрирован на сделки с опционами, его функции аналогичны функциям при сделках с акциями. Однако в этом случае деятельность специалиста по «созданию» рынка дополняется «делателями» рынка зарегистрированных опционов — принципалами фирм по сделкам с опционами, которые осуществляют сделки за свой собственный счет и благодаря этому повышают ликвидность рынка.

Одно время значительная часть торговли на Атех состояла из торговли некотируемыми на ней акциями. Эту старую практику разрешили оставить после принятия Закона о ценных бумагах и биржах 1934 г. Объем торговли в этой области однажды составил 67% совокупного объема, однако он стал постоянно снижаться в 50-х годах. По существу, в настоящее время такой торговли нет, однако электронная связь между биржевыми рынками и системой NASDAQ так или иначе делает такие различия устаревшими.

РЕГИОНАЛЬНЫЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ

Термин *региональные фондовые биржи* является одновременно несколько уничижительным, технически точным и практически верным способом описания биржевой торговли вне Нью-Йорка. Термин «региональный» для некоторых людей означает «местный» или озабоченный в большей степени местными делами, чем общенациональными. Несмотря на то что региональные фондовые биржи действительно отводят важное место в котировочных списках некоторым местным компаниям, большая часть их бизнеса возникла на национальных рынках. Комиссия по ценным бумагам и биржам не проводит подобного разграничения, считая все зарегистрированные фондовые биржи национальными. В 60-х годах существовало 14 подобных бирж, помимо NYSE и Атех. Четыре из них были очень маленькими и не занимались какой-либо значительной торговлей за пределами своего штата. Поэтому эти биржи были лишены регистрации. С течением времени региональные биржи стали приходить в упадок, и к 1986 г. осталось только пять бирж, которые отличались значительной активностью.

За исключением Фондовой биржи Цинциннати, процесс торговли почти не отличается от описанного выше. Нормой являются система специалистов и открытый рынок публичных торгов с выкриками. Некоторые эмиссии акций находятся в курсовом бюллетене только какой-то одной биржи; обычно

они имеют определенных местных приверженцев. Однако большая часть объема торговли на всех этих биржах приходится на сделки с акциями, главным рынком для которых является Нью-Йоркская фондовая биржа. Развитие Межрыночной торговой системы позволяет так же легко исполнить приказ по акциям IBM в Чикаго или Сан-Франциско, как и в Нью-Йорке. Котировки специалистов на одном из региональных рынков конкурируют с Нью-Йоркскими котировками и достаточно часто являются наилучшими ценами.

Некоторые из этих бирж также разработали автоматические системы исполнения небольших приказов, аналогичные системам «SuperDOT» на NYSE и PER на Атех. Еще одна электронная система, которая рассматривается в этой главе, — система «Instinet». Этот электронный рынок не является биржей (хотя Комиссия по ценным бумагам и биржам рассматривает его в этом качестве) и не является вполне внебиржевым рынком.

Фондовая биржа Среднего Запада (The Midwest Stock Exchange)

Эта биржа возникла в результате слияний в 1949 г. и затем в 1960 г., включив ранее отдельные биржи в Чикаго, Сент-Луисе, Кливленде, Миннеаполисе — Сент-Поле и Новом Орлеане. Приглашения об участии были также посланы биржам в Цинциннати, Детройте и Питтсбурге, но они были отвергнуты. Две последние биржи впоследствии закрылись, а первая переживает серьезные проблемы, пытаясь сохранить свое независимое существование. Фондовая биржа Среднего Запада расположена в сердце финансового района Чикаго, недалеко от Чикагской опционной биржи и двух ведущих срочных бирж страны — Чикагского совета торговли и Чикагской товарной биржи.

Объем торговли на этой бирже в 1990 г. составил 2 756 815 000 акций, что превысило отчетный объем 1981 г. более чем в три раза. Этот объем выводит биржу на первое место по активности среди региональных бирж со значительным отрывом от своего ближайшего преследователя — Тихоокеанской фондовой биржи. Фондовая биржа Среднего Запада имеет в своем котировочном листе лишь 31 эмиссию, которая котируется только на ней, поэтому очевидно, что основная часть торговой активности приходится на эмиссии, котируемые на Нью-Йоркской фондовой бирже. Среди них 312 эмиссий включают реально котируемые акции, однако биржа предоставила «торговые привилегии некотируемых эмиссий» 1499 другим эмиссиям, которые главным образом котируются на NYSE, а для некоторых из них главным рынком является Атех.

Фондовая биржа Среднего Запада предприняла запоздалую попытку образовать рынок опционов, которыми торгуют на биржах, однако не смогла привлечь достаточно привлекательные контракты или довести объем до такого уровня, чтобы создать необходимую ликвидность. В 1980 г. опционная деятельность была передана на Чикагскую опционную биржу.

Тихоокеанская фондовая биржа (The Pacific Stock Exchange)

Тихоокеанская фондовая биржа также стала результатом слияния в 1956 г. бирж в Лос-Анджелесе и Сан-Франциско. Отдельные операционные залы для торговли сохраняются в обоих городах. Основная часть торговли акциями происходит в Лос-Анджелесе, однако опционная деятельность преобладает в

Сан-Франциско. В 1990 г. совокупный объем торговли составил около 1,615 млрд акций, что соответствовало в том году примерно 58,5% от объема торговли на фондовой бирже Среднего Запада. Средний ежедневный объем составил 6,4 млн акций по сравнению с 9,6 млн акций на фондовой бирже Среднего Запада и 11,6 млн акций на Атех. Подобно объему на фондовой бирже Среднего Запада, основная часть объема торговли на Тихоокеанской фондовой бирже приходится на эмиссии, котируемые на NYSE, которые также котируются и на Тихоокеанской фондовой бирже. На подобные сделки приходится примерно 1,45 млрд акций из совокупного объема торговли на Тихоокеанской фондовой бирже, или почти 91%. Эта биржа имеет свою собственную систему автоматического исполнения, которая называется Системой передачи приказов на куплю-продажу ценных бумаг (SKOREX) и позволяет фирмам-членам направить приказ любого размера непосредственно специалисту биржи, с которым обсуждаются условия предварительного соглашения. Свыше 700 эмиссий могут обрабатываться через эту систему.

Филадельфийская фондовая биржа (The Philadelphia Stock Exchange)

Она является старейшей организованной фондовой биржей в США, основана в 1790 г., за два года до знаменитого «соглашения под платаном», которое обычно связывается с основанием Нью-Йоркской фондовой биржи. Слияния с биржами в Балтиморе и Вашингтоне, округ Колумбия, привели к появлению биржи, которая на некоторое время получила название Филадельфийская — Балтиморская — Вашингтонская фондовая биржа, что позднее было названо просто (однако официально) как «PBW Stock Exchange». Затем название вновь было изменено на первоначальное, в котором отражается месторасположение операционного зала, а также действительный источник доходов биржи.

В 1990 г. объем торговли согласно консолидированной информации составил 914 548 000 акций. Подобно Атех, Филадельфийская фондовая биржа добилась больших успехов в области опционов, в особенности по товарам, связанным с собственностью. Наиболее известен среди них валютный опцион. В условиях нестабильности валютных рынков, которая возникла после утраты долларом связи с золотом в 1971 г., эти опционы стали ценными инструментами страхования от потерь, а также спекулятивных возможностей для торговцев. Опционы предлагаются на английский фунт стерлингов, канадский доллар, немецкую марку, швейцарский франк, французский франк и японскую иену. Чикагская опционная биржа попыталась превзойти этот успех путем введения аналогичных, но более крупных собственных контрактов. Эта попытка не удалась, и от нее затем отказались.

Бостонская фондовая биржа (Boston Stock Exchange)

Из-за своей близости к Нью-Йорку Бостонская фондовая биржа в течение длительного времени имела проблемы с идентификацией, в значительной степени похожие на проблемы Филадельфийской фондовой биржи. Однако в

отличие от Филадельфии Бостон всегда был центром управления денежными средствами в США. Именно там был основан первый американский взаимный фонд «Massachusetts Investors Trust», и Бостон остается крупнейшим центром фирм по управлению денежными средствами и комплексов взаимных фондов, включая «Fidelity Group» и «Massachusetts Financial Services*».

Годовой объем торговли на Бостонской фондовой бирже составил 814 906 000 акций, а средний ежедневный объем — примерно 3,2 млн акций. Только для 95 эмиссий эта биржа является основным рынком. Ее жизнеспособность в будущем выглядит несколько сомнительной в условиях электронной связи между всеми рынками, однако ее существование до настоящего времени без опционов или необычных новых разработок указывает на весьма значительную «выносливость».

Фондовая биржа Цинциннати (Cincinnati Stock Exchange)

Фондовая биржа Цинциннати была основана в 1885 г. и в течение многих лет действовала в качестве типичной региональной биржи. В условиях тяжелой конкуренции с более крупными биржами и системой автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам, а также отмены фиксированных ставок комиссионных, фондовая биржа Цинциннати начала проведение нового курса в 1978 г. Поправки к закону о ценных бумагах 1975 г. не только положили конец фиксированным ставкам комиссионных, но и выразили желание конгресса создать Национальную рыночную систему, которая бы обеспечила единую национальную систему, в которой все приказы были бы показаны и доступны для всех участников. Конгресс не дал определенных рекомендаций о том, как система должна работать. Наблюдение за ее внедрением было возложено на Комиссию по ценным бумагам и биржам. В свою очередь SEC попросту сообщила индустрии ценных бумаг о том, что надо заняться этой работой.

После того как Межрыночная торговая система связала Нью-Йоркскую, Американскую, Филадельфийскую, Тихоокеанскую, Бостонскую фондовые биржи и биржу Среднего Запада, Фондовая биржа Цинциннати ответила созданием компьютеризированной системы, которая получила название Множественная дилерская торговая система (Multiple Dealer Trading System) Эта идея была первоначально разработана «Weeden and Cottrill», ведущей одно время фирмой «третьего рынка». Идея была приобретена «Control Data Corporation» и была воплощена в жизнь в результате установки на Фондовой бирже Цинциннати 1 мая 1978 г.

В основе системы находится компьютер, который получает, размещает и показывает поступившие в него приказы, отбирает их для исполнения и немедленно сообщает об исполнении. Он воплощает открыто демонстрируемый «блокнот» лимитных приказов, чтобы все участники могли видеть размер и условия текущих поступивших приказов. Система не дает рыночных оценок и не принимает решений о ценах, как это может делать специалист. В этом одновременно заключается возможное преимущество и слабость этой системы; преимущество состоит в том, что ее простой процесс исполнения «поступил первым, первым обслужен» является открытым, быстрым и вы-

сокоэффективным, а вероятная слабость (по крайней мере, по мнению некоторых людей) состоит в том, что она критически не может реагировать на новые разработки или движение цен с опытом и умением знающего специалиста.

Несмотря на энтузиазм ее сторонников, эта биржа никогда не была на первых ролях. Совокупный отчетный объем торговли на фондовой бирже Цинциннати в 1990 г. составил только **313 275 000** акций, намного меньше всех других действующих бирж. С развитием Межрыночной торговой системы и «электронных блокнотов», которые доступны в настоящее время большинству специалистов и других участников рынка, предполагавшиеся технологические преимущества этого рынка постепенно исчезают. Остается только гадать, сможет ли эта система значительно усовершенствоваться или от нее просто откажутся. В настоящее время Уолл-стрит считает ее устаревшей идеей, смелой для своего времени, но время которой уже прошло.

ЭЛЕКТРОННЫЕ СИСТЕМЫ ТОРГОВЛИ

Существует несколько электронных систем, которые обладают некоторыми характеристиками фондовых бирж и некоторыми чертами системы автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Среди них наибольшую известность приобрела «Instinet» (первоначально «Institutional Networks» — система связи между институциональными инвесторами), дочерняя компания «Reuter» британского агентства новостей и информации. Институциональные абоненты могут посылать анонимные предложения о покупке или продаже на видеоэкраны, находящиеся в распоряжении всех других абонентов. Если показываемая цена предложения о покупке совпадает с ценой, по которой другой абонент желает сделать предложение о продаже, то сделка подтверждается путем нажатия клавиши компьютера. Если цены предложений о покупке и продаже не совпадают, любой из абонентов может сделать контрпредложение. Таким образом, сделка может быть заключена при условии, что одна сторона может не знать, кто является другой стороной сделки. Все абоненты должны совершать расчеты по сделке через признанные клиринговые механизмы для гарантирования честности сделок. Если торговец желает выяснить, сохранились ли котировки по предложению о покупке или продаже после совершения сделки, он может нажать клавишу и провести переговоры один на один, не посвящая в это других абонентов.

В некоторых случаях эта анонимность может привести к экономии на издержках, так как новости быстро распространяются в торговых кругах. Например, если институциональный торговец начинает запрашивать котировки на продажу крупного пакета акций у крупнейших торговых фирм, оперирующих с крупными пакетами, например «Salomon Brothers*» или «Goldman, Sachs», то рынок, вероятно, отреагирует на это менее агрессивными предложениями о покупке. Это значит, что при поступлении сообщения о предложении большого количества акций на продажу вероятные покупатели могут не проявить склонность делать агрессивные предложения о покупке акций. Однако поскольку торговцы крупными пакетами акций также имеют

доступ к информации на экране «Instinet», преимущество может оказаться не настолько большим, как может представляться.

Эта система занимается исключительно подбором двух противоположных операций, совпадающих по размерам и срокам. У нее нет капитала для того, чтобы купить все или часть акций у другой стороны сделки, как это могла бы сделать фирма, занимающаяся операциями с крупными пакетами акций. Торговцы крупными пакетами акций считают, что эта система отбирает легкие сделки (на рынках, тенденция движения конъюнктуры на которых очевидна и не требует особого анализа) и оставляет для них трудные и рискованные сделки. Объем торговли «Instinet» составил примерно 78 млн акций в 1990 г., что само по себе вряд ли представляет какую-либо угрозу для бирж. Однако у нее есть электронные конкуренты, которые пытаются делать примерно то же самое.

Среди других систем, занимающихся электронным подбором сторон в сделках, можно выделить «Crossing Network*» (еще одна система «Reuter»), «Posit» (совместно принадлежащая «Jeffries & Cotrapu» и «Вагга», расположенной в Калифорнии фирме по оказанию финансовых услуг) и частное предприятие «Wunsch Auction System». Несмотря на то что каждая из этих систем имеет свои уникальные характерные черты, все они предлагают аналогичные основные услуги по невысоким ценам. Абонентная плата или комиссионные составляют, вероятно, в среднем 2 цента на одну акцию по сравнению с двойной ставкой для всех неабонентов, за исключением крупнейших институциональных инвесторов.

О сделках, которые совершаются с использованием этих систем, иногда говорят, что они происходят на «четвертом рынке». Этот термин возник в результате совершения на внебиржевом рынке сделок с акциями, котируемыми на Нью-Йоркской фондовой бирже, что стало обычным явлением в 70-х годах. «Первым рынком» была сама NYSE. Сделка с эмиссиями, котируемыми на ней, на одной из региональных бирж во времена до введения Межрыночной торговой системы считалась сделкой на «втором рынке». «Третий рынок» включает сделки с котируемыми на бирже акциями на внебиржевом рынке, что является по-прежнему активным методом торговли, который используется фирмами, являющимися членами только NASD. Правило «рыночной ответственности» (правило 390) Нью-Йоркской фондовой биржи препятствует большей части ее членов совершать сделки на «третьем рынке».

ИНОСТРАННЫЕ ФОНДОВЫЕ РЫНКИ

За последнее десятилетие фондовые рынки во всем мире стали крупнее и активнее. Новые рынки возникли в Тихоокеанском регионе. Даже в бывших социалистических странах Восточной Европы рынки ценных бумаг находятся в процессе развития, а рынки Латинской Америки оживились после оцепенения, в котором они пребывали в течение нескольких десятилетий. Американские рынки ценных бумаг и в особенности Нью-Йоркская фондовая биржа больше не доминируют на мировых фондовых рынках. Например, в 1975 г. «рыночная капитализация» (стоимость всех акций) на NYSE составляла примерно 703,8 млрд дол., или 51% мировой рыночной капитализации акций. На все остальные мировые рынки в сумме приходилось примерно 673,1 млрд дол., или оставшиеся 49%. В 1988 г. стоимость всех ценных бумаг мировых рынков возросла до 6,19 трлн дол., а их стоимость на рынках США увеличилась «только» до 2,48 трлн дол. На тот момент на рынки вне США приходился 71% мировой рыночной капитализации, а на рынки США — только 29%¹. Эти цифры искажают величину рынков США, поскольку они не включают систему NASDAQ и эмиссии, котирующиеся на других биржах. Рыночная стоимость всех акций, которые учитываются в составном индексе системы NASDAQ, составила значительную сумму 310,8 млрд дол. на конец 1990 г.² Однако в то же время стоимость акций на NYSE увеличилась до 2,82 трлн дол., следовательно, совокупная рыночная капитализация в США примерно на 15% больше. Все же значительные сдвиги нельзя отрицать. Рынкам США теперь брошен вызов по всему миру.

В январе 1990 г. стоимость акций на Токийской фондовой бирже превысила стоимость акций на Нью-Йоркской фондовой бирже и составила 39% мирового индекса Morgan Stanley, взвешенного по капитализации индекса 1504 эмиссий акций в 20 странах. На тот момент на все рынки США в совокупности приходился 31%. Благодаря тому, что этот индекс рассчитывается в долларах США, снижение курса японской иены и значительное снижение цен на японские акции в 1990—1991 гг. возвратили США на первое место, одна-

¹ По данным «Salomon Brothers».

² NASDAQ Fact Book - 1991, p. 27.

ко отрыв от иностранных конкурентов остается небольшим. На 31 июля 1991 г. на рынки США приходилось 37,1% веса индекса по сравнению с японскими 29,9%³.

Полное рассмотрение каждого иностранного рынка невозможно в рамках данной книги. Однако по крупнейшим мировым рынкам дается некоторая полезная информация наряду с комментариями и фактическими данными по отдельным более мелким рынкам. Мы надеемся, что читатели проявят заинтересованность в поиске дополнительной информации о росте мировых рынков. Если прошлое является руководством к будущему, эти рынки должны продолжить свой драматический рост, и возникнут новые рынки.

ТОКИЙСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА (TOKYO STOCK EXCHANGE)

Токийская фондовая биржа соперничает с Нью-Йоркской фондовой биржей за звание крупнейшей в мире. По некоторым показателям она в течение нескольких лет превосходила NYSE, в частности, по объему торговли акциями. Например, в период рыночного бума середины и второй половины 80-х годов объем торговли часто превышал 2 млрд акций в день. Однако в начале 90-х годов ежедневный объем торговли от 200 до 250 млн акций стал обычным явлением. Даже в рекордный год (1987 г.) средний ежедневный объем торговли акциями на Нью-Йоркской фондовой бирже составлял лишь около 189 млн акций. Однако эти показатели не совсем сопоставимы из-за более низких средних цен одной акции на Токийской фондовой бирже, большинство акций на бирже продаются по цене в диапазоне примерно от 500 до 3000 иен (в 1991 г.). При курсе около 128 иен за 1 дол. цена за одну акцию в размере от 8 до 12 дол. наиболее типична. Напротив, средняя цена одной котируемой акции на NYSE составляла 31,08 дол. в 1990 г. И все же в долларовом выражении в 1990 г. оборот акций на Токийской фондовой бирже был наивысшим и составил 1,2 трлн дол. по сравнению с 1,1 трлн дол. на рынках США⁴. Таким образом, эти рынки являются близкими соперниками за звание крупнейшего в мире.

Акциями торговали на предшественнице современной биржи еще в 1878 г., но тогда доминировали «дзайбацу» (гигантские торговые компании типа «Mitsubishi» и «Mitsui»). Американское влияние распространилось в период послевоенной оккупации, и в 1948 г. было принято законодательство, аналогичное американским законам о ценных бумагах 30-х годов.

Торговля возобновилась в 1949 г., однако она не процветала до великого экономического подъема 1955—1961 гг. В эти годы средний курс акций Nikkei повысился с 374 до 1549. Эти темпы затем несколько снизились, потом вновь увеличились настолько, что в 1981 г. средний курс акций достиг 7500 и в 1991 г. превысил 22 500.

Торговая практика отличается от той, которая используется на Нью-Йоркской фондовой бирже. Акции крупнейших корпораций котируются в первой секции и продаются в определенных местах операционного зала, предназначен-

³ *The Economist*, Sept. 9-13, 1991, p. 112.

⁴ *The Economist*, April 6-12, 1991, p. 100.

ных для групп отраслей: автомобилестроение, химическая промышленность, рыболовство. Свыше 1000 эмиссий находятся в котировочном листе первой секции. Примерно 150 наиболее ходовых эмиссий акций продаются и покупаются путем поднятия руки через систему публичных торгов. Это составляет 60% всего объема Токийской фондовой биржи⁵. Остальная часть эмиссий акций в первой секции, а также порядка 500 котируемых эмиссий во второй секции (главным образом новые и более мелкие компании) продаются и покупаются через автоматизированную при помощи компьютера систему направления и исполнения приказов. Стандартная минимальная единица торговли почти для всех отечественных японских акций составляет 1000 акций. Иностранные эмиссии акций могут покупаться и продаваться меньшими партиями, составляющими 100, 50 или 10 акций в зависимости от цены. Отечественные приказы о покупке или продаже менее 5000 акций считаются «мелкими».

Процесс исполнения приказа по одной из 150 самых ходовых эмиссий акций требует некоторой ручной обработки. Сначала приказ поступает от клиента постоянному члену—компании, занимающейся операциями с ценными бумагами. Затем приказ передается в операционный зал либо по компьютеру, либо по прямой телефонной линии клерку этой компании. Затем клерк идет в ту часть операционного зала, где совершаются сделки с акциями этой промышленной группы, и передает его клерку члена-фирмы «сайтори», который несколько напоминает «двухдолларового» брокера на NYSE. Клерк члена «сайтори» производит взаимный зачет с противоположным приказом, если таковой имеется. Рынок представляет собой аукцион, где господствуют наиболее высокая цена предложения о покупке и наиболее низкая цена предложения о продаже. Хотя здесь нет функции специалиста, противоположной стороной приказа клиента может быть приказ, поступивший на счет расчетов постоянного члена, что приводит к своеобразной сделке принципалов.

Даже резкое падение цен на Токийской фондовой бирже в 1991 г. не привело к снижению отношения рыночных цен акций к чистым прибылям японских компаний до традиционного американского уровня. Это отношение часто превышает прибыли более чем в 40 раз, что на рынке США рассматривалось бы как спекулятивное. Среди крупнейших стран мира у японских корпораций удельный вес заемных средств в акционерном капитале один из самых высоких. В 1989 г. в среднем в структуре капитала компаний, акции которых котируются на Токийской фондовой бирже, доля собственного капитала составляла 28,5%, а заемного — 71,5%. В то же время на других крупнейших рынках доля собственного капитала в совокупном капитале корпораций составляла 59,6% в США, 47,3 — в Великобритании, 40,1 — в ФРГ и 33% во Франции⁶. Однако это соотношение между собственными и заемными средствами не такое опасное, как это могло бы показаться на первый взгляд. Для японской промышленности характерны многочисленные соглашения о перекрестном владении акциями между крупнейшими корпорациями, а также с частично принадлежащими им дочерними компаниями. Более того, в состав

⁵ *Euroweek*, January 25, 1991, pp. 36-37.

⁶ *Japan's Securities Market 1990*, p. 6.

большинства промышленных групп в качестве ее участника входит крупный банк, поэтому обычно легко получить финансирование в экстренных случаях. Это не означает, что японские корпорации застрахованы от банкротства, однако эта система менее жесткая по сравнению с большинством стран Запада.

В 1990 г. на Токийской фондовой бирже было 114 постоянных членов. В их число входили некоторые филиалы иностранных банков и брокерских фирм. Среди них выделяются «Merrill Lynch», «Morgan Stanley», «Goldman, Sachs», «Salomon Brothers», «S.G. Warburg» (Великобритания) и «Jardine Fleming» (Великобритания). Несмотря на то что «Morgan Stanley» и «Salomon Brothers» получают очень большие прибыли от операций в Японии, типичная иностранная фирма сталкивается с большими трудностями. До настоящего времени ни одна иностранная фирма не добилась значительного прогресса в деле руководства синдикатом по гарантированию размещения ценных бумаг японских корпораций. Прибыли в значительной степени поступают от торговли облигациями и сложных индексных арбитражных программ, по которым фирмы США по-прежнему сохраняют технологическое превосходство над своими японскими партнерами.

Постоянными японскими членами являются только корпорации, которые в целом похожи на крупные фирмы США, предоставляющие клиентам полный набор услуг. Они занимаются как розничными, так и обслуживающими институциональных клиентов брокерскими операциями, совершением сделок за свой счет и исследовательскими услугами. Согласно имеющимся оценкам, от 50 до 60% всего объема торговли акциями контролируется фирмами «большой четверки»: «Nomura Securities» (крупнейшая в мире фирма по операциям с ценными бумагами, которая намного превосходит всех конкурентов), «Yamaichi Securities», «Nikko Securities» и «Daiwa Securities». Принято также считать, что эти фирмы иногда занимаются манипуляциями с ценами на акции путем проведения кампаний по продаже и рекомендаций в результате исследований. Ряд скандалов разразился в 1990—1991 гг. в период понижения цен на рынке. Наиболее громкий скандал связан с тем, что несколько крупных брокерских фирм произвели компенсацию рыночных убытков привилегированным клиентам, пострадавшим от снижения цен. Хотя технически эти действия не являлись незаконными согласно японскому законодательству, компенсационные выплаты оказались несправедливыми по отношению к обычным инвесторам и другим лицам, которые не имели привилегированного статуса. В результате всего этого участие индивидуальных лиц на рынке значительно сократилось.

На Токийской фондовой бирже существует также активный рынок торговли облигациями, где основными инструментами являются облигации правительства Японии и фьючерсные контракты на эти облигации. Фьючерсные контракты на облигации правительства Японии были введены в 1985 г. В 1988 г. началась торговля фьючерсными контрактами на индекс цен Токийской фондовой биржи (ToPIX), а в течение следующих двух лет к ним добавились опционы на эти фьючерсные контракты⁷. Тем самым, в отличие от США,

⁷Euroweek, January 25, 1991, p. 37.

крупнейшие японские рынки торговли акциями, долговыми инструментами и финансовыми фьючерсами сконцентрировались на одной бирже.

В Японии существуют еще семь других фондовых бирж, наиболее важные из которых расположены в Осаке и Нагое. Эмиссии в совокупности 1967 различных компаний котировались на всех японских фондовых биржах в конце 1987 г. На 31 декабря 1989 г. число котируемых акций составляло 305,6 млрд акций. Японский внебиржевой рынок только начинает развиваться и использовать технологию, которая напоминает систему NASDAQ. В 1988 г. на этом рынке торговали 216 компаний, а объем торговли составил 477 650 000 акций, т.е. примерно на 36% выше, чем в предыдущем году⁸.

ЛОНДОНСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА (LONDON STOCK EXCHANGE)

Почтенная Лондонская фондовая биржа уступает по объему торговли Токійской фондовой бирже, Нью-Йоркской фондовой бирже и системе автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Стремясь придать более современные черты своему имиджу, эта биржа в конце 80-х годов изменила название и стала называться Международной фондовой биржей. Эту перемену проигнорировали практически все, за исключением тех, кто писал рекламные брошюры для этой биржи. Это печально, поскольку эта биржа, вероятно, стала самой интернациональной среди всех бирж. Объем торговли некоторыми акциями других европейских стран больше в Лондоне, чем в своей родной стране.

В конце 1990 г. Лондонская фондовая биржа была крупнейшей биржей мира для ряда компаний, акции которых котируются на бирже. В ее курсовой бюллетень входили эмиссии 2559 компаний, из которых 2006 были британскими корпорациями. На этой бирже котируются также эмиссии 553 иностранных компаний, что ставит ее на третье место в мире по количеству котируемых иностранных эмиссий на бирже. Она уступает лишь Женевской фондовой бирже (718 иностранных эмиссий) и всем вместе биржам ФРГ (555)⁹.

Существуют значительные различия между британской и американской рыночными терминологиями. Например, американский термин «акция» (stock) в Великобритании обычно обозначает ценную бумагу, приносящую фиксированный доход. Американский термин «первоклассные акции самых надежных корпораций» (gilt-edged stocks) в Англии означает государственные золотообрезные ценные бумаги, а не обыкновенные акции. Обыкновенные акции в США называются «соттоп stock», а в Великобритании — «ordinary shares». Термин «сделки» в США обозначается словом «trades», а в Англии — «deals». Американцы считают, что сделки с акциями некотируемых на бирже компаний происходят на внебиржевом рынке. Для лондонцев также существует «рынок акций некотируемых компаний», однако в действительности он является частью биржи.

На Лондонской фондовой бирже происходят глубокие перемены. Во-первых, в октябре 1986 г. произошло широкое дерегулирование рынка. Этот так

⁸ *Japan's Securities Market 1990*, p. 14.

⁹ *The Economist*, June 15. 1991, p. 98.

называемый «Big Bang» оказался намного более глубоким, чем аналогично названный опыт Нью-Йоркской фондовой биржи в 1975 г. по отмене фиксированных ставок комиссионных в соответствии с требованиями конгресса. Лондонский вариант допускал полное владение иностранцами членством на бирже. В отличие от Нью-Йоркской фондовой биржи количество членом на Лондонской не является фиксированным. В 1985 г. 86 новых членом появились на бирже и общая численность членом увеличилась до 5009. Это позволило рынку государственных золотообрезных ценных бумаг быть в еще большей степени открытым для любой фирмы, обладающей необходимым капиталом в соответствии с нормами, установленными Банком Англии.

В течение многих лет бизнес с британскими ценными бумагами в еще большей степени напоминал клуб по сравнению с NYSE. Почти весь бизнес происходил на квадратной миле в лондонском Сити, а контрактная природа устного обещания была священной, на что указывал девиз биржи: «*Dictum Meum Pactum*» («Мое слово — моя гарантия»). При почти полном отсутствии непосвященных лиц не было необходимости в улучшении техники, тактики и увеличении капитала для конкуренции с мировыми рынками. Это привело к тому, что собственный капитал даже крупнейших британских брокерских фирм оказался мизерным, когда они столкнулись с ресурсами таких международных гигантов, как «*Nomura*», «*Merrill Lynch*», «*Deutsche Bank*» или «*Banque Paribas*». Это привело к волне слияний и поглощений и положило конец независимому существованию многих старейших названий в городе. Крупная посредническая фирма «*Wedd Durlacher and Mordaunt*» стала частью гигантской «*Barclays Bank PLC*», так же как и брокерская фирма «*DeZoete and Bevan*». «*Union Bank of Switzerland*» поглотил хорошо известную брокерскую фирму «*Phillips and Drew*», а «*Security Pacific Bank*» из Лос-Анджелеса купил другую старую брокерскую фирму «*Hoare Govett*». Это лишь немногие из крупных изменений, которые произошли с Лондонской фондовой биржей, — многие другие, безусловно, произойдут в будущем.

Однако настоящей революцией на этой бирже стало введение системы автоматизированных биржевых котировок, «мониторной» системы торговли на основе технологии системы NASDAQ. Члены биржи получили разрешение осуществлять сделки с котируемыми акциями непосредственно с терминалов их компьютеров. Очень быстро пришлось почти полностью отказаться от операционного зала биржи, за исключением небольшой части для опционов, которыми торгуют на биржах. Так эта биржа стала первой крупной биржей, которая отказалась от традиционного операционного зала и заменила его электронной технологией.

Торговля при помощи системы автоматизированных биржевых котировок была успешной, однако возникли определенные проблемы. Акции были разделены на три основные категории: «альфа», «бета» и «гамма». Крупнейшие, наиболее ходовые эмиссии акций были эмиссиями «альфа». Торговцы сконцентрировали свою деятельность на этих эмиссиях и стали игнорировать небольшие, менее ходовые эмиссии. Поскольку никого не заставляют «делать» рынок 90 какой-либо определенной ценной бумаге, небольшие эмиссии стали терять финансовую поддержку и торговля стала неустойчивой. Состоялась дискуссия о введении для этих эмиссий своего рода системы специалистов

типа той, которая используется на Нью-Йоркской фондовой бирже. Подобные «делатели» рынка были бы вынуждены поддерживать устойчивый двухсторонний рынок. Считается, что эта система вернет ликвидность менее популярным акциям, однако до настоящего времени не было принято никакого решения относительно ее внедрения.

РЫНОК ЕВРООБЛИГАЦИЙ

Этот рынок также находится в Лондоне, хотя торговля может происходить почти повсеместно. Лондон занимает выдающееся положение среди мировых финансовых рынков, соперничая в некоторых областях как с Токио, так и Нью-Йорком. Он доминирует в валютной торговле и организации синдикатов для предоставления международных банковских ссуд. Действительно, базовая межбанковская ставка ссудного процента уже получила название ЛИБОР (Лондонская ставка предложения по межбанковским депозитам; London Interbank Offered Rate — LIBOR). За последние два десятилетия Лондон стал центром крупного рынка еврооблигаций — внебиржевого рынка облигаций для привлечения средств путем эмиссии долговых обязательств, занимающего второе место по своим размерам после рынка капиталов США. На нем крупные игроки гарантируют размещение крупных предложений облигаций практически без какого-либо регулирующего вмешательства государственных агентств. Облигации предлагаются практически во всех ведущих международных валютах. Следовательно, существует предложение облигаций в евродолларах, евромарках, евроиенах и т.п. Первоначальными основными гарантами размещения были крупные континентальные европейские банки, например швейцарская «большая тройка» (UBS, «Credit Suisse», «Swiss Bank Corp.»), «Deutsche Bank» и «Banque Paribas». Позднее участие в конкуренции приняли некоторые фирмы США с большим собственным капиталом. Однако в последние годы крупные японские фирмы, занимающиеся операциями с ценными бумагами, нацелились на завоевание дающей им контроль доли в гарантировании размещения еврооблигаций. В 1990 г. при гарантировании размещения еврооблигаций все четыре крупнейшие японские фирмы оказались в первой десятке, при этом «Nomura» заняла твердое первое место в качестве главы синдиката гарантов с общей суммой 16,1 млрд дол., опередив занявших второе место «Credit Suisse» — «First Boston» примерно на 4,5 млрд дол.¹⁰ Некоторые участники рынка считают, что японские фирмы захватывают доли на рынке благодаря настолько агрессивному предложению, что они получают очень низкую прибыль от гарантирования размещения, если они вообще ее получают.

ФРАНКФУРТСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА

Существует мнение, что хорошее географическое расположение Франкфурта-на-Майне может помочь ему заменить Лондон в качестве ведущего финансового центра Европы, даже несмотря на то что фондовые рынки Герма-

нии уступают лондонскому. Например, в 1990 г. рыночная стоимость акций, котируемых на Лондонской фондовой бирже, составила 883 966 млн дол., а рыночная стоимость всего германского рынка составляла только 324 359 млн дол.¹¹ В международном индексе ценных бумаг фирмы «Morgan Stanley» удельный вес Великобритании составляет 10,7%, а Германии — только 3,7%.

Главная причина такой точки зрения состоит в том, что объединенная Европа будет, вероятно, тяготеть к естественному банковскому центру на континенте. Немецкая марка является самой сильной европейской валютой, и Германия может играть ведущую роль в европейской экономике. Более того, система клиринга ценных бумаг Германии намного эффективнее лондонской системы Taugus, введение которой оказалось медленным и болезненным. Германия впервые обошла Великобританию по объему новых эмиссий акций в первой половине 1990 г., которые составили около 14,7 млрд нем. марок в Германии против примерно 7,8 млрд нем. марок в Великобритании. Все эти факторы указывают на повышение роли Франкфурта в будущем.

Несмотря на существование нескольких других фондовых бирж в Германии, около $\frac{2}{3}$ совокупного объема торговли сосредоточено во Франкфурте. Оборот акций относительно высок. Например, в 1990 г. оборот неожиданно составил 136% от рыночной капитализации, или более чем в два раза выше скорости оборота в Японии или США. Частично это произошло в результате двойного счета сделок между «делателями» рынков, однако значительный вклад в это внесло то обстоятельство, что на бирже котируется относительно небольшое количество эмиссий, лишь около 600 германских эмиссий и примерно 500 иностранных¹².

В Германии только банки могут непосредственно совершать сделки с ценными бумагами для клиентов. Банки направляют приказы в операционный зал биржи, где они исполняются официальными брокерами, которые называются *курсовыми маклерами*. По относительно неходовым эмиссиям каждый назначенный курсовой маклер дает стандартную котировку в середине дня. Ходовые акции, например «Daimler Benz» или «Вауег», котируются и продаются непрерывно. Цены на германские акции относительно высоки по сравнению с ценами на акции США, хотя они в целом не настолько высоки, как цены в Швейцарии. Некоторые цены в декабре 1991 г. (в нем. марках) это демонстрируют:

«Daimler Benz»	735
BMW	485
«Deutsche Bank»	668
«Hochtief»	990

Поскольку в то время курс немецкой марки составлял примерно 0,65 дол., легко увидеть, что многие цены намного превышают 100 дол. за акцию, что является редкостью для рынков США.

¹¹ *New York Times*, April 30, 1990, p. D 1.

¹² *The Economist*, June 15, 1991, p. 98.

ДРУГИЕ ЕВРОПЕЙСКИЕ РЫНКИ

Большинство других европейских фондовых рынков существовало в течение многих лет. Некоторые, например голландский и бельгийский рынки, относительно малы, однако они были активными и в целом свободны от масштабного государственного вмешательства. Другие, например испанский, итальянский и французский фондовые рынки, были вынуждены в течение многих лет бороться с правительствами, которые проводили политику жесткого регулирования экономики и оставили слишком мало возможностей для свободного предпринимательства. Например, французское правительство недавно начало проводить кампанию по национализации большинства банков и других финансовых институтов. Хотя эта политика впоследствии сменилась на противоположную, она оказала разрушительное воздействие на развитие свободных финансовых рынков. Почти то же самое можно сказать и об Испании, которая перешла от фашизма к экономике с системой ограниченного свободного предпринимательства за относительно короткий исторический период. Объединение Европы в 1992 г. может в конечном счете привести к единой объединенной европейской фондовой бирже. Однако это еще не вопрос ближайшего будущего. В ближайшее время национальные фондовые биржи будут продолжать существовать и, если судить по росту активности, продолжать процветать.

ПАРИЖСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА (PARIS BOURSE)

Парижская фондовая биржа (от латинского «bursa» — кошелек) является крупнейшей среди семи французских фондовых бирж. На нее приходится свыше 95% всего объема торговли во Франции¹³. В 1989 г. биржа отказалась от системы торговли в операционном зале и заменила ее на электронную систему торговли Ассоциации фондовых брокеров, в основу которой была положена модель компьютерной торговой системы на фондовой бирже Торонто. Рыночная капитализация всех французских акций в 1989 г. оценивалась примерно в 302 млрд дол., что ставит Францию на третье место в Европе после Лондонской фондовой биржи и фондовых бирж Германии в целом¹⁴.

В 1989 г. на Парижской фондовой бирже котировались 462 французские и 223 иностранные эмиссии. В том же году оборот акций на бирже составил 714,9 млн фр. франков, в том числе 684,2 млн фр. франков по французским эмиссиям. В эти цифры включены сделки на «втором рынке», где осуществляются сделки с акциями компаний с небольшим числом акционеров, и на внебиржевом рынке для акций, которые не продаются по официальному курсовому бюллетеню или на «втором рынке».

¹³ Bryan de Caires and D. Fletter (eds.), *The GT Guide to World Equity Markets* (London: Euromoney Publication, 1990), p. 115. Если не указано иное, вся последующая статистика взята из этой ежегодной публикации.

¹⁴ *New York Times*, April 30, 1990, p. D1.

ШВЕЙЦАРСКИЕ ФОНДОВЫЕ БИРЖИ

Занимая восьмое место в мировой рыночной капитализации, три фондовые биржи Швейцарии оказывают огромное финансовое воздействие для такой малой страны. Существуют три крупные биржи (в Цюрихе, Женеве и Базеле) и четыре более мелкие региональные биржи. Цюрихская фондовая биржа является наиболее активной, на нее приходится около 70% годового объема торговли.

Прочность положения швейцарского франка в мировой торговле стала легендарной, а выражение «цюрихские гномы» (возникшее и получившее известность благодаря министру лейбористского правительства Великобритании Джорджу Брауну) стало ассоциироваться с удивительной, если не сказать, несколько зловещей финансовой сообразительностью. Швейцарские компании добились всемирного признания в банковском деле, фармацевтике, производстве продовольственных товаров и услугах в области машиностроения. В 1989 г. на десять крупнейших компаний страны приходилось около 57% совокупной рыночной капитализации. Самой крупной среди них была «Nestle», акции которой оценивались на сумму свыше 32 млрд швейцарских франков. Швейцарские акции продаются, вероятно, по самым высоким в среднем ценам в мире, хотя цены на акции некоторых отдельных иностранных компаний могут быть выше цен на самые дорогие швейцарские акции, например «Berkshire Hathaway» в США и «Nippon Tel. & Tel.» в Японии. В качестве примера можно привести цены на акции некоторых швейцарских компаний в январе 1992 г. (в швейцарских франках):

«Nestle»	8500
«Sandoz»	2400
«UBS»	3500
«Ciba-Geigy»	2900

Тогда курс швейцарского франка составлял около 0,75 дол., поэтому одна акция «Nestle», к примеру, могла стоить примерно 6375 дол.

МИЛАНСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА

Несмотря на существование девяти других фондовых бирж в Италии, только Миланская фондовая биржа имеет международное значение. Итальянский рынок занимает восьмое место в мире, однако на бирже котировались лишь 217 различных эмиссий акций в 1989 г. Миланская фондовая биржа пытается избавиться от давно прилипшего имиджа, что она лишь немного отличается от казино и является местом, где богатые сынки проматывают свое состояние. К сожалению, в значительной степени этот имидж заслужен.

Были проведены крупные реформы. Иностранным компаниям было разрешено включать свои акции в котировочный лист биржи, хотя никто этого не сделал до июня 1991 г. «Внутренняя» торговля, которая в течение длительного времени считалась важнейшей причиной для членства на бирже, была в мае 1991 г. наконец признана незаконной. Требования к отчетности были повышены в такой мере, чтобы владельцы небольших пакетов акций могли получать лучшую информацию. В прошлом не было требования, чтобы по-

добным акционерам сообщалось о цене покупки при поглощении или даже о самом поглощении.

Торговля проводится в традиционном операционном зале на торговых постах. Помимо постов для торговли акциями существуют посты для сделок с государственными облигациями, опционами и валютой. Большое количество сделок с акциями происходит вне биржи. Процесс расчетов по сделкам один из самых неэффективных в Европе. Только система расчетов на Мадридской фондовой бирже имеет худшую репутацию в Европе.

АМСТЕРДАМСКАЯ ФОНДОВАЯ БИРЖА

С учетом продолжительной истории коммерческой деятельности в Нидерландах неудивительно, что Амстердамская фондовая биржа, основанная в 1611 г., является старейшей в мире. Объединенная ост-индская компания, которая руководила изучением голландцами современной Индонезии, была первой компанией, которая финансировалась путем предложения акций на продажу на бирже.

Амстердамская фондовая биржа занимает тринадцатое место в мире по рыночной капитализации, однако в действительности на ней доминируют акции нескольких крупных компаний. В 1989 г. только на «Royal Dutch Petroleum» приходилось 26% совокупной рыночной капитализации, а на пять ведущих компаний («Royal Dutch», «Philips», «Unilever», «Robeco» и «Nationale Nederlanden») — 47% стоимости Амстердамской фондовой биржи.

Амстердамская фондовая биржа относится к числу наиболее интернационализированных в мире. На ней охотно разрешают включать в котировочный список иностранные эмиссии, и в 1989 г. на Амстердамской фондовой бирже были осуществлены крупные предложения о продаже новых эмиссий акций «Pirelli Tire» (Италия) и «PolyGram» (Германия). Кроме того, с 1980 г. Амстердамская фондовая биржа осуществляет прямую торговлю акциями компаний США.

АЗИАТСКИЕ РЫНКИ

Быстрый рост фондовых рынков наблюдался в развивающихся странах Азии, в особенности в странах Юго-Восточной Азии, которых часто называют «тиграми». Помимо рынков в Японии активные биржи расположены, в частности, в Гонконге, Тайбэе, Сингапуре, Сеуле, Бангкоке, Джакарте и Бомбее. Некоторые из этих рынков занимают высокое место среди крупнейших бирж мира по своей величине, однако они не включаются в какие-либо индексные показатели, поскольку иностранные инвесторы имеют ограниченный (или вообще не имеют) доступ на них. «Посторонние» лица не могли напрямую заниматься бизнесом в Сеуле, Таиланде или на Тайване, хотя с 1991 г. определенный доступ на некоторые эти рынки был предоставлен.

Гонконгская фондовая биржа

Занимая шестнадцатое место в мире по своему размеру, Гонконгская фондовая биржа является «домашним» рынком для нескольких крупных компа-

ний, включая «Hong Kong and Shanghai Banking Corp.», «Hutchison Whampoa» и «Cathay Pacific Airlines». На 10 крупнейших эмиссий приходится примерно 50% стоимости акций рынка. Не существует внебиржевой торговли или торговли мелкими партиями ценных бумаг. Биржа оборудована компьютерами, однако по-прежнему сохраняет операционный зал, где показываются цены и происходит реальное исполнение сделок.

Переход Гонконга под юрисдикцию Китая придает соответствующую окраску деятельности на рынке, хотя инвесторы, похоже, оптимистически смотрят на свои перспективы. Крах рынка в 1987 г. привел к появлению требований о более жестком регулировании прежде свободного рынка. Несмотря на усиление консервативных оттенков после краха, он по-прежнему считается рынком с высокой долей спекулятивной активности.

Тайваньская фондовая биржа

Этот фондовый рынок чуть опережает гонконгский фондовый рынок по своему размеру и переживает очень быстрый рост. Рыночная стоимость котируемых акций возросла с 1985 по 1989 г. на 2220%! Представляется, что быстро растущая экономика Тайваня естественным образом притягивает международных инвесторов. Однако тайваньский рынок был в значительной степени закрыт для внешних инвесторов, для которых основными средствами участия оставались два взаимных фонда открытого типа («FormosaFund» и «Taipai Fund») и взаимный фонд закрытого типа «Taiwan Fund».

Этот рынок имеет репутацию самого спекулятивного в Азии, а может быть, и в мире. В начале 1990 г. *ежедневный* оборот превысил 6 млрд дол., что вывело его на первое место в мире по этому показателю. Подобную активность нельзя было сохранить, и рынок пережил ошеломляющее падение. Взвешенный индекс цен на акции, который находился на уровне 880 в 1986 г., достиг своего максимального значения 12 495 10 февраля 1990 г., а к середине года упал примерно до 4500. Были разорены многие инвесторы и брокерские фирмы.

В 1989 г. на Тайваньской фондовой бирже котиrowались эмиссии 190 корпораций. На четыре крупнейшие компании («Cathay Life Insurance», «China Steel», «Taiwan Machinery» и ICBC) приходилось 27% рыночной капитализации в 1989 г. На рынках большинства развивающихся стран на несколько ведущих компаний часто приходится еще большая доля в общей рыночной стоимости.

Корейская фондовая биржа

Экономика Южной Кореи относилась к числу самых быстро развивающихся в мире, и это нашло свое выражение в быстром росте фондового рынка. В 1985 г. на Корейской фондовой бирже котиrowались эмиссии 342 корпораций с рыночной стоимостью 6470 трлн вон. К 1989 г. котиrowались уже эмиссии 626 компаний стоимостью 95 477 трлн вон. Как и Гонконгская фондовая биржа, этот рынок был закрыт для иностранных инвесторов, за исключением косвенных средств, например, инвестиционных компаний. Имеется 15

подобных инструментов, которые примерно равномерно разделены на взаимные фонды закрытого типа и взаимные фонды открытого типа. Иностранцы могут также принимать участие путем приобретения конвертируемых облигаций примерно 10 крупнейших корпораций. В 1992 г. было разрешено дополнительное, но ограниченное иностранное владение акциями, котируемыми Корейской фондовой биржей.

Как и на рынках большинства развивающихся стран, на Корейской фондовой бирже большое значение имеет участие индивидуальных инвесторов по сравнению с наиболее развитыми рынками, где обычно преобладает институциональная собственность. В 1989 г. примерно 60% акционеров являлись физическими лицами. В Южной Корее только 25 фирм, которые занимаются операциями с ценными бумагами и которым принадлежит биржа, контролируют все поступающие приказы.

Сингапурская фондовая биржа

Сингапурская фондовая биржа выделяется среди азиатских фондовых рынков (исключая японские) количеством компаний, в которых контрольный пакет акций принадлежит иностранцам, главным образом из Великобритании, что отражает колониальное прошлое этой страны. На конец 1989 г. этот рынок занимал восемнадцатое место в мире по рыночной капитализации.

Крупнейшим, намного опережающим других, эмитентом является «Singapore Airlines». Ее рыночная стоимость, составлявшая 9,2 млрд сингапурских дол., в 1989 г. превышала рыночную стоимость находившейся на втором месте «Overseas-Chinese Banking Corporation Ltd.» на 3,7 млрд сингапурских дол. На пять ведущих компаний приходилось чуть более 20% стоимости всех котируемых акций.

Альтернативный рынок для более мелких компаний основан на технологии, аналогичной технологии системы NASDAQ. Нет ничего удивительного в том, что рынок называется системой совершенных сделок и автоматизированной котировки Сингапурской фондовой биржи. Она котирует лишь относительно небольшое число эмиссий. Кроме того, в Сингапуре есть компьютеризированный внебиржевой рынок, который называется «CLOB International*». Большинство котируемых здесь эмиссий происходят из соседней Малайзии, хотя есть и несколько эмиссий из Гонконга, которые не котируются на Сингапурской фондовой бирже.

ДРУГИЕ МИРОВЫЕ РЫНКИ

Канадские биржи

В Канаде существует несколько фондовых бирж, но только три заслуживают особого внимания. Финансовым центром Канады является Торонто. Это объединяет Канаду с США, Швейцарией, Австралией и Германией в качестве крупных стран, где политическая столица не является финансовой столицей (США — Вашингтон, округ Колумбия, и Нью-Йорк; Швейцария — Берн и Цюрих; Австралия — Канберра и Сидней; Германия — Бонн и в настоящее

время Берлин и Франкфурт; и Канада — Оттава и Торонто). Вторая крупная биржа расположена в Монреале, однако эта биржа, которая была в свое время главной биржей Канады, пострадала в результате опасений инвесторов относительно сепаратистских намерений Квебекской партии, находящейся у власти политической партии Квебека. Ряд крупнейших финансовых организаций перевел свои штаб-квартиры из Монреаля в Торонто или другие места. Однако эта биржа стала активнее других вводить производные финансовые инструменты, что вполне сближает ее с Американской фондовой биржей.

В 1989 г. канадские рынки занимали шестое место в мире. Фондовая биржа Торонто (The Toronto Stock Exchange — TSE) имела рыночную капитализацию в размере 804 млрд канадских дол., что примерно в два раза больше по сравнению с Фондовой биржей Монреаля (Montreal Stock Exchange — MSE). Многие из канадских эмиссий, которые имеют наиболее высокую рыночную стоимость и популярность, также активно продаются и покупаются в США. В число этих компаний входят «Canadian Pacific*», «Laidlaw Transportation*», «Alcan Aluminum*» и «Inco Ltd.*». Например, лишь менее 1/3 всех приказов по акциям «Seagrams» обычно исполняются на Фондовой бирже Торонто. Тем не менее торговый оборот Фондовой биржи Торонто в 1989 г. составил 84 млрд канадских дол., что вывело ее на четвертое место в мире в том году.

Богатые запасы нефти и полезных ископаемых Канады создали многочисленные возможности для инвестирования. В течение длительного времени акции многих компаний в этой области были основными предметами торговли на рынках Канады, а также были широко представлены на Американской фондовой бирже. Развитие Фондовой биржи Ванкувера (Vancouver Stock Exchange) создало новые возможности для спекулятивных инвестиций в акции нефтяных и горнодобывающих компаний, а также в ряде других спекулятивных областей. В настоящее время эта биржа полностью оборудована компьютерами. Со времени своего основания она имела спекулятивный имидж, считаясь покупателем ценных бумаг инвестиционного уровня таким рынком, которого следует избегать. На ней котируется много дешевых акций, поэтому объем ее торговли велик по количеству акций, однако относительно мал по стоимости. Например, в 1989 г. на Фондовую биржу Торонто приходилось 50,6% совокупного объема торговли канадскими акциями, а на Фондовую биржу Ванкувера — 30,9%, или более чем в два раза больше по сравнению с Фондовой биржей Монреаля. Однако в стоимостном выражении на Фондовую биржу Торонто приходилось 77%, на Фондовую биржу Монреаля — 18,8%, а на фондовую биржу Ванкувера — лишь 3,5%.

Австралийские рынки

Различные австралийские биржи в 1987 г. объединились в Австралийскую фондовую биржу с ограниченной ответственностью (The Australian Stock Exchange Limited). Сидней сохраняет свое большое превосходство в качестве крупнейшего рынка, хотя акциями также торгуют в Аделаиде, Хобарте, Мельбурне и Перте. Подобно Канаде, Австралия располагает огромными запасами полезных ископаемых, и многие ее крупнейшие компании заняты в горнодо-

бывающей промышленности. Финансовая деятельность также высоко развита, и акции банков выделяются в числе крупнейших и наиболее ходовых эмиссий.

Австралийские рынки открыты для иностранных инвесторов, и, согласно оценкам, примерно **35%** объема торговли приходится на заокеанских инвесторов. Крупнейшей компанией Австралии, акции которой котируются на бирже, является «Вгокеп Hill Proprietary Сотрапу», рыночная капитализация которой примерно в два раза превышает этот показатель у ее ближайшего конкурента CRA. Деятельность с целью поглощений со стороны нескольких ведущих австралийских бизнесменов привела к временному «разбуханию» некоторых компаний типа «Elders IXL». Крах мирового бума поглощений привел к банкротству некоторых из этих «метеоров» и ускорил ликвидацию этих империй.

3

РАБОТА

ФОНДОВЫХ КОМПАНИЙ

12

КЛИЕНТ И БРОКЕР

За продолжительный период развития фондового рынка сформировались многочисленные законы, традиции и правила, защищающие права и определяющие обязанности как клиентов, так и брокеров. Целью данной главы является описание основных деловых и юридических взаимоотношений, возникающих между этими сторонами.

ОТКРЫТИЕ СЧЕТА

Процедура

В общих чертах открытие счета в брокерской фирме не отличается от открытия банковского счета. Предполагаемый инвестор должен предоставить фирме, открывающей ему счет, определенную информацию о себе, достаточную для того, чтобы фирма могла утверждать, что «знает своего клиента». Все фондовые биржи и Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (NASD) непременно требуют, чтобы всякая фирма—член фондовой биржи тщательно изучала ту существенную информацию, которая касается ее клиентов, их счетов, исполняемых фирмой приказов на покупку или продажи ценных бумаг и всех доверенностей на управление счетами. Совокупность этих правил и требований иногда называют «правилами соответствия».

Минимум подобной информации включает в себя полное имя клиента, адрес его постоянного местожительства, номер телефона, номер карточки социального обеспечения или личный номер налогоплательщика, данные о гражданстве, уверенность в том, что клиент достиг совершеннолетия, полное имя супруги (супруга), сведения о месте работы и инвестиционные цели клиента. В связи с тем что цели инвестирования могут быть противоречивыми, представляется разумным располагать их перечнем в порядке убывания значимости, что позволит избежать проблем, если позднее возникнут разногласия относительно «соответствия». Требования различных фирм в отношении дополнительной информации о клиенте отличаются друг от друга, однако, как правило, фирмы хотят получить от клиента сведения о банке, в котором открыт его счет, рекомендательные письма личного характера и относящиеся к кредитной истории клиента, информацию о его прошлых и настоящих брокерских счетах в других фирмах и о том, что побудило клиента открыть счет (по рекомендации кого-либо, в ответ на рекламу).

В тех случаях, когда счет открывается для совершения сделок с опционами, требуется гораздо более подробная информация о клиенте (включая сведения о его доходе, стоимости общих и ликвидных активов и опыте инвестирования капитала в акции, облигации, опционы и фьючерсы). Клиентам, собирающимся совершать операции с опционами, должна быть предоставлена полная информация об опционах. В течение 15 дней после получения согласия на открытие счета клиент обязан подписать письменный договор о том, что он будет управлять счетом в соответствии с правилами биржи. Вся информация, полученная о клиенте, должна быть проверена в течение 15 дней с даты открытия нового счета либо в течение 15 дней с того момента, когда фирма узнала о существенных изменениях в финансовом положении клиента.

Каждое заявление об открытии нового счета подписывается зарегистрированным представителем фирмы, открывающим счет, а также главой данной фирмы. Кроме того, для открытия опционных счетов требуется получить согласие зарегистрированного представителя по опционам.

ТИПЫ СЧЕТОВ

Почти все биржевые операции с ценными бумагами совершаются по одному из двух основных типов брокерских счетов: наличному (кассовому) счету или маржинальному счету. Кроме того, брокеры/дилеры значительное количество сделок проводят между собой, используя так называемые фирменные счета. Например, компания «Merrill Lynch*» может вести ряд счетов, открытых на имя компании «Goldman, Sachs*», и, наоборот, в «Goldman, Sachs*» могут быть открыты счета «Merrill Lynch*». Клиенты могут также вести дела по товарным фьючерсам с многими членами биржи или Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам, хотя в этом случае требуется иная документация и, как правило, более подробная информация финансового характера о клиенте, что обусловлено наличием повышенного риска на этом рынке.

Наличные (кассовые) счета

Эти счета являются наиболее распространенными. Клиенту разрешается покупать и продавать любые ценные бумаги на условиях наличной оплаты без доставки товара на дом. Таким образом, если ценные бумаги могут быть оплачены полностью либо они уже оплачены полностью, сделка проводится по наличному счету и, следовательно, любые акции, облигации и другие подобные ценные бумаги можно купить на наличный счет и, наоборот, продать с наличного счета, если они на нем числятся. Согласно Правилу Г Федеральной резервной системы, оплата и поставка ценных бумаг должны производиться «немедленно*» и в любом случае не позднее, чем на *седьмой* рабочий день после совершения сделки. Следует отметить, что обычно брокеры требуют друг от друга и от своих клиентов предоставления дополнительных двух дней сверх нормальных сроков завершения расчетов по сделке. Таким образом, если клиент не сможет расплатиться с брокером на седьмой рабо-

чий день (как правило, девятый календарный день), брокеру придется предпринимать энергичные действия по ликвидации позиции путем продажи неоплаченной клиентом длинной позиции. Однако если клиент не произвел фактической оплаты сделки на пятый день, брокер должен сам выполнить обязательства по оплате. В соответствии с биржевыми правилами и правилами NASD, брокер обязан произвести расчет с брокером, представляющим другого клиента, хотя он еще и не получил причитающийся платеж от своего клиента.

В тех случаях, когда позиция клиента ликвидируется в связи с нарушением Правила Г, его счет «блокируется», или «замораживается», на 90 дней. Клиент может продолжать совершать сделки на фондовом рынке, однако каждый свой приказ брокеру он должен сопровождать внесением страхового депозита в виде «надежных средств» (наличных денег, федеральных ценных бумаг или гарантированного чека). Более того, клиент несет ответственность за любые убытки, понесенные в результате покупки или продажи ценных бумаг, и брокер получает право использовать любой остаток наличности на счете или ликвидировать уже имеющиеся на счете позиции по любым ценным бумагам для покрытия этих убытков.

Клиентам запрещено применять практику «вольной езды», предполагающую использование поступлений от продажи ценных бумаг на оплату покупки этих самых ценных бумаг. Например, предположим, что клиент в понедельник купил акции за 4000 дол., а на следующий день продал их за 5000 дол. Хотя очевидно, что клиент получает 1000 дол. прибыли, Правило Густавлива требует, что поступлениями от продажи ценных бумаг можно воспользоваться только после полной оплаты их покупки. Таким образом, клиенту придется заплатить 4000 дол. за покупку, прежде чем брокер сможет оплатить чек на сумму поступлений от продажи в размере 5000 дол. Выписка «чеков на разницу», представляющих чистую прибыль от покупки и продажи, является нарушением Правила Г, если только для покрытия первоначальной покупки не были депонированы достаточные средства.

Маржинальные счета

Этот тип счета применяется в тех случаях, когда клиент намерен воспользоваться заемными средствами. Клиент должен депонировать на счете средства в размере половины или большей части цены покупки каких-либо котируемых на бирже или обращающихся на внебиржевом рынке акций, а остальную часть средств привлечь в виде кредита под залог купленных или иных ценных бумаг. Кроме того, маржинальные счета часто используются в операциях «коротких» продаж и при реализации таких стратегий, которые запрещено проводить по наличному счету, например при подписании «голых» (непокрытых) опционов «колл» и спекуляциях на спредах. Так же как и в случае с наличным счетом, Правило Т требует, чтобы расчеты по сделкам производились в течение семи дней, хотя биржевыми правилами в сделках с некоторыми видами ценных бумаг, например опционами, могут устанавливаться и более короткие сроки. Некоторые клиенты при необходимости используют маржинальные счета в качестве механизма быстрого и упрощенно-

го получения займов для финансирования собственных потребностей, а не для покупки ценных бумаг.

Открывший маржинальный счет клиент должен подписать «соглашение о залоге», также называемое «клиентским соглашением», или просто соглашением, в котором оговариваются правила ведения маржинального счета. *Залог (hypothecation)* представляет собой акт предоставления ценных бумаг в качестве обеспечения кредита. Кроме того, в большинстве случаев брокеры просят клиента подписать форму согласия на ссуду его ценных бумаг. Этот документ дает брокеру возможность ссужать купленные «на марже» и занесенные на счет клиента ценные бумаги другим брокерам для осуществления «коротких» продаж, арбитражных операций и т.д. Как правило, согласие на ссуду ценных бумаг представляет собой дополнительное предложение в соглашении о залоге, однако иногда требует отдельной подписи клиента. Федеральное законодательство также устанавливает, что клиент может, но не обязан, подписать договор о простых для понимания формулировках условий ссуды, т.е. о разъяснении механизма расчета и начисления процентов на дебетовое сальдо на маржинальном счете.

Ценные бумаги, купленные по поручению клиентов, но зарегистрированные на имя брокеров

Если ценные бумаги куплены на маржинальный счет или депонированы на нем, они могут регистрироваться на имя брокера. Это означает, что имя клиента фактически не фигурирует ни в сертификате ценных бумаг, ни в записях агента, совершившего сделку. В результате имя подлинного акционера остается неизвестным для корпорации, в которой он приобрел участие, а зарегистрированным владельцем этих акций является брокерская фирма, действующая в качестве агента клиента. Клиента при этом называют «подлинным владельцем», а брокера — «зарегистрированным владельцем». Подобное положение дел никоим образом не ущемляет интересов клиента, а в случае продажи данных ценных бумаг существенно упрощает процесс совершения сделки. Естественно, брокер не может просто так избавиться от акций, зарегистрированных на имя клиента, когда эти акции выступают залогом при получении кредита для покупки ценных бумаг «на марже». Если в результате изменения биржевого курса позиция клиента окажется необеспеченной (т.е. стоимость акций будет меньше суммы предоставленного маржинального кредита или сумма на счете окажется меньше установленного по нему неснижаемого остатка), брокер не сможет продать эти акции, чтобы восстановить обеспечение позиции, так как акции нельзя реализовать без согласия и подписи клиента.

В качестве зарегистрированного владельца брокер получает дивиденды и другие распределяемые корпорацией доходы, отчеты и различные материалы, рассылаемые корпорацией акционерам, а также право голоса на собраниях акционеров. Все эти поступления и права должны незамедлительно передаваться клиенту, в результате чего клиент получает их также быстро — иногда даже быстрее, — как и в том случае, если бы он напрямую контактировал с корпорацией.

В связи с тем, что брокер обеспечивает безопасное хранение акций, клиенту не приходится волноваться по поводу возможной кражи или случайного повреждения ценных бумаг. Продажа же таких акций максимально упрощена и может быть произведена после обычного телефонного звонка, поскольку в данном случае от клиента не требуется ставить свою подпись на документах или предоставлять сертификат акций и разрешение на продажу. Чеки на получение дивидендов автоматически записываются в кредит счета, поэтому клиент может не беспокоиться об утере или краже чека из почтового ящика и не испытывает неудобств, вызванных необходимостью посещения банка.

Хотя регистрация ценных бумаг на имя брокера не является обязательной для владельцев наличных счетов, типичный клиент, как правило, предпочитает именно эту форму собственности. По желанию клиента брокер может «передать и доставить» ценные бумаги. Передача и доставка предполагают отправку сертификатов ценных бумаг трансфертному агенту, регистрирующему их на имя клиента, и отсылку перерегистрированных сертификатов клиенту. Обычно весь процесс передачи занимает как минимум две недели, а иногда длится значительно дольше. Если инвестор решит совершить быструю продажу ценных бумаг, не исключено, что, когда придет время доставить их новому владельцу, у инвестора их еще даже не будет на руках. Таким образом, создаются условия для срыва сделки и возникает угроза значительных убытков. Кроме того, с передачей ценных бумаг инвестору ответственность за их безопасное хранение также ложится на него. В случае если ценные бумаги будут утеряны, украдены или уничтожены, их восстановление окажется весьма дорогостоящим и потребует продолжительного времени, так как в отличие от кредитных карточек или чековых книжек утраченные ценные бумаги трудно восстановить. Трансфертный агент, например, потребует от владельца утраченных ценных бумаг принять на себя значительные обязательства¹ в качестве гарантии на случай, если утраченный сертификат позднее найдется.

Несмотря ни на что, многие инвесторы до сих пор сохраняют любовь к сертификатам ценных бумаг и продолжают настаивать на их получении. Помимо чистой привычки для этого есть и объективные причины. Получая сертификаты на руки, инвестор избавляется от зависимости от одного-единственного брокера и может покупать и продавать ценные бумаги при посредничестве различных брокеров, выбирая их на свой вкус. Крупные инвесторы иногда отдают распоряжение доставить ценные бумаги в банки или даже другим брокерам на условиях поставки против платежа на их счет. Этот метод, весьма распространенный среди институциональных инвесторов, называется методом оплаты наличными в момент поставки (COD — collect on delivery) или методом поставки против платежа (DVP — deliver versus payment) и дает клиенту возможность задействовать множество брокеров. Однако для обычного инвестора, который не совершает большого числа сделок и не оперирует крупными суммами, этот метод экономически невыгоден, так как банки, как правило, для проведения операций такого рода, если не взимают непомерно высокую плату за обслуживание, требуют поддержания на счете значительного минимального остатка.

Наконец, следует заметить, что в отношении некоторых ценных бумаг вопрос об их местонахождении вообще не имеет смысла, поскольку они не выпускаются в материальной форме. В последнее время выпуски ценных бумаг, существующих только в виде записей, становятся все более популярными. Подобные ценные бумаги существуют *только* в форме записи в компьютере; их сертификаты даже не выпускаются. По какой-то не вполне ясной причине на Уолл-стрит реально существующие сертификаты акций начали называть «окончательной (безусловной)» формой и, хотя название не имеет принципиального значения, этот термин, кажется, стал общепринятым — вероятно, в связи с тем, что он постоянно употребляется в формулировках правил и регулирующих положений. Некоторые ценные бумаги выпускаются и в виде записей, и в «окончательной» форме. Примером таких ценных бумаг являются многочисленные муниципальные и государственные долгосрочные и краткосрочные облигации.

Что касается некоторых других ценных бумаг, то их сертификаты никогда даже не печатались. К таким бумагам относятся казначейские векселя, текущие долговые обязательства Федеральной национальной ипотечной ассоциации, ценные бумаги некоторых других государственных агентств и все обращающиеся на бирже опционные контракты. Пока ценные бумаги, существующие только в виде записей, не играют заметной роли на американских фондовых рынках, однако не стоит забывать, что Токийская фондовая биржа фактически упразднила «окончательные» сертификаты ценных бумаг, и это позволило ей достичь объема торгового оборота, значительно превосходящего объем оборота на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Совместные счета

Несколько человек могут иметь совместный счет. Наиболее распространенным среди этого типа счетов является счет, называемый «совместное владение с правами наследника, возникающими в результате смерти одного или нескольких наследников» (joint tenancy with rights of survivorship) и часто фигурирующий в брокерских записях под аббревиатурой JTWROS или JTROS. Этот счет наиболее часто открывается супружескими парами, вероятно, больше по психологическим, нежели экономическим мотивам. Главное преимущество таких счетов состоит в том, что они не подлежат процедуре доказывания и утверждения завещания и сразу же после смерти одного из совладельцев непосредственно переходят в собственность другого совладельца-наследника. По этой причине за этими счетами закрепилось название «завещание бедного человека». Действительно, для супружеских пар этот счет удобен, если только — очень большое «если» — супружескую пару не постигнет развод или разрыв отношений. В силу существования неограниченных налоговых скидок и льгот на передачу имущества между супругами счет JTWROS, как правило, не несет для супружеских пар неприятных последствий в виде налога на наследство. Однако если стороны не состояли официально в браке и одна из сторон оставила все или большую часть своих средств на этом счете, активы на счете будут рассматриваться как часть состояния покойного и совладелец-наследник счета может получить огромный счет на уплату налога на наследство.

Второй распространенный тип совместных счетов известен под названием «общее владение» (*tenancy in common*). При этом методе распределения собственности совладелец счета, переживший других совладельцев, не получает какой-либо дополнительной доли в средствах на счете. Доля каждой из сторон здесь четко определена и не зависит от других сторон. В случае смерти одного из совладельцев доля покойного в средствах на счете переходит к его наследникам, а переживший его совладелец получает остаток. Хотя подобные счета открываются и супружескими парами, они более характерны для родственников, друзей или деловых партнеров. Путем объединения средств на таких счетах удастся достичь экономии на масштабах (за счет сокращения комиссионных расходов, увеличения размера стандартной сделки и т.д.), а также упростить процесс передачи приказов.

Доверительные счета

В некоторых случаях клиент не обладает необходимыми знаниями и/или временем для наблюдения за рынками ценных бумаг, либо просто не хочет этим заниматься. Такой клиент может решить свои проблемы с помощью взаимного фонда, однако некоторые инвесторы отдают предпочтение персональному управлению счетом и нанимают профессионального консультанта или советника по инвестициям. Перед клиентом открывается широкий спектр возможностей: он может обратиться в отделы трастовых операций в банках, в крупные национальные инвестиционные консультационные фирмы или филиалы инвестиционного консультирования наиболее известных брокерских фирм. Клиент подписывает документ о предоставлении полномочий на совершение сделок, или «ограниченную доверенность», которая дает консультанту право на проведение операций по счету клиента без предварительных консультаций с ним. Советник, однако, не получает карт-бланш и может совершать только такие сделки, которые не связаны с большим риском и необходимы для достижения сформулированных клиентом инвестиционных целей.

В связи с тем что не существует реальных и общепризнанных критериев установления компетентности советников, инвесторам рекомендуется с большой осторожностью отнестись к выбору консультанта и бдительно следить за состоянием счета, регулярно и достаточно часто проверяя его. Если счет ведет брокерская фирма, она может делать это непосредственно либо опосредованно, через управляемый банком доверительный счет. При этом клиент несет ответственность за покрытие всех нормальных операционных издержек и оплачивает управление счетом, что обходится недешево. Плата за услуги у разных консультантов различна и зависит от величины средств на счете, а также от объема предоставляемых услуг. Инвестор, который готов удовлетвориться владением первоклассными ценными бумагами и редкими изменениями в составе инвестиционного портфеля, очевидно, будет платить консультанту меньше, нежели инвестор, настаивающий на проведении агрессивной и сложной опционной стратегии. Большинство консультантов соглашается работать только со счетами, на которых имеется определенный минимум средств, как правило **100** тыс. дол.

Дискреционные брокерские счета

Клиент может выписать доверенность на имя зарегистрированного представителя. В отношении такого счета требуется предварительное одобрение в письменной форме, подписанное вышестоящим должностным лицом или партнером брокера. Кроме того, помимо доверенности некоторые фирмы составляют отдельные соглашения о дискреционном счете (счете клиента, дающем брокеру право покупать и продавать ценные бумаги без предварительного согласия клиента) либо включают перечень своих полномочий на совершение сделок в более объемный документ, содержащий подробное описание того, как должен вестись счет.

Опасность, изначально присущая счетам такого рода, заключается в неизбежном наличии возможностей для развития конфликта интересов, так как доход ведущего счет брокера так или иначе зависит от сделок. Поэтому нередко выдвигаются справедливые или несправедливые обвинения брокеров в «снятии сливок» (совершении сделок в первую очередь для того, чтобы увеличить собственные комиссионные). Лучшей защитой брокера в подобных случаях является утверждение, что клиент сам контролировал свой счет. Однако такая защита оказывается гораздо менее эффективной, если брокер действует по доверенности. Некоторые брокеры даже используют преимущества своих полномочий на совершение сделок, приобретая ценные бумаги из собственных запасов фирмы или сокращая объем своего предложения ценных бумаг из «холодных» (плохо реализуемых) новых выпусков. Из-за потенциальных проблем правового характера, связанных со счетами такого типа, большинство организаций—членов биржи благоразумно отказывается вести эти счета либо очень тщательно подбирает персонал для работы с ними.

Хорошо управляемый дискреционный счет может принести инвестиционные результаты, сопоставимые с результатами ведения доверительных счетов, без дополнительных расходов в виде платы за управление инвестициями. В случае ведения дискреционного счета единственными издержками клиента являются комиссионные, которые приходится платить и при ведении доверительного счета. Как дискреционные, так и доверительные счета являются альтернативой покупке акций инвестиционных компаний.

Счета для несовершеннолетних

Обычно брокеры неохотно открывают единоличный счет на имя несовершеннолетнего клиента, вне зависимости от того, каким опытом и богатством располагает несовершеннолетний. Причина этого кроется в том, что в соответствии с основными положениями закона лица, не достигшие совершеннолетия, не могут быть принуждены к выполнению своих обязательств по юридическим договорам, например по приказам брокеру. Как следствие этого брокер не имеет надежной защиты против несовершеннолетнего лица, если это лицо без возражений будет получать прибыль от успешных сделок и откажется от покрытия убытков и оплаты услуг брокера и комиссии в случае неудачи.

Существует ряд способов, используя которые несовершеннолетний клиент может законным путем иметь участие в собственности на ценные бумаги.

Допускается учреждение разнообразных форм завещательных, отзывных и возвратных трастов, однако во всех случаях требуется консультация юриста или трастового отдела банка, являющихся специалистами именно в этой области права. Наиболее распространенной формой владения ценными бумагами для несовершеннолетних является счет, который родители открывают несовершеннолетнему в брокерской фирме, в соответствии с *Единым законом о передаче имущества несовершеннолетнему*. На этом счете в качестве *безотзывного дара* несовершеннолетнему депонируются ценные бумаги или наличные деньги. Кроме того, назначается лицо, уполномоченное действовать в роли опекуна несовершеннолетнего и принимать все инвестиционные решения. Типичное название такого счета может выглядеть следующим образом: «Джон Смит, опекун Джеймса Смита в соответствии с Единым законом о передаче имущества несовершеннолетнему штата Калифорния». Опекун имеет право принимать любые достаточно осторожные инвестиционные решения в интересах несовершеннолетнего. Открытие маржинальных счетов и совершение некоторых сделок, например «короткие» продажи, запрещено, однако ценные бумаги могут регистрироваться на имя брокера. В связи с тем что любые поступления на счет автоматически становятся неотъемлемой собственностью несовершеннолетнего, в документах, заполняемых при открытии счета, обязательно должен указываться номер его карточки социального обеспечения. При достижении совершеннолетия владелец счета просто предъявляет копию своего свидетельства о рождении трансфертному агенту, и тот перерегистрирует ценные бумаги на его имя. Как правило, брокер помогает произвести перерегистрацию ценных бумаг.

Обычно бенефициар такого счета имеет незначительный доход от других источников, поэтому налоги на доход от инвестиций и реализованный прирост капитала часто оказываются весьма незначительными. Это позволяет рассматривать подобные счета как великолепный способ накопления средств для оплаты обучения и покрытия иных будущих значительных расходов такого рода. Однако налоговые льготы, распространяющиеся на счета, открытые в соответствии с Единым законом о передаче имущества несовершеннолетнему, могут постепенно утрачивать свою привлекательность. Не исключается налогообложение части доходов ребенка с этого счета по маржинальной ставке налога, применяемой в отношении родителей. В тех случаях, когда возникают проблемы налогового характера, инвестору следует обратиться за профессиональным советом до того, как он свяжет себя какими-либо обязательствами.

Другие специальные счета

Правила, регулирующие операции на фондовых рынках, требуют особого ведения ряда других счетов, в отношении которых существует повышенный риск возникновения правовых или этических проблем. Например, служащему фирмы—члена NASD или NYSE требуется предварительно получить в своей фирме письменное разрешение на открытие какого-либо счета в другой компании, являющейся членом этих организаций. Большинство брокеров требуют от своих сотрудников иметь личные счета в тех фирмах, где они

работают, за исключением случаев, когда им выдается специальное разрешение на открытие счетов в других организациях. Такая практика облегчает контроль за соблюдением сотрудниками внутренних правил деловой этики, которые запрещают проведение некоторых типов операций, в частности в тех случаях, когда фирма по своим неофициальным каналам может получать конфиденциальную информацию о корпоративном клиенте.

Кроме того, служащие неруководящего состава некоторых финансовых институтов, например банков, трастовых и страховых компаний, должны получать от своих руководителей письменное согласие на открытие маржинального счета. Поскольку некоторые из этих служащих могут иметь доступ к большим партиям ценных бумаг, представляется разумным контролировать их спекулятивные игры на фондовом рынке с использованием заемных средств. На должностных лиц высокого уровня и директоров этих организаций требование получения письменного разрешения на открытие счета не распространяется — в силу довольно курьезного предположения, что любой сможет заметить несоответствие данных финансовой отчетности должностных лиц тому, что показывают в своей отчетности, например, кассиры.

ВЕДЕНИЕ СЧЕТА

Размещение приказов

После того как счет открыт, управление им может осуществляться путем приказов, передаваемых различными способами: по телефону, почте, факсу, телексу или при личном контакте. Однако большинство приказов отдается по телефону.

Получив приказ, зарегистрированный представитель обязан немедленно заполнить бланк приказа. С наступлением эры компьютеров и других средств автоматизации типичный бланк приказа усложнился, поэтому представителю следует чрезвычайно тщательно следить за правильностью кодирования всех записей; в противном случае компьютер откажется принять приказ, и не исключено, что клиент «упустит рынок». В стандартных бланках приказов представитель должен отметить в соответствующих клетках следующее:

Покупка

«Длинная» продажа или «короткая» продажа

Место исполнения приказа (NYSE, OTC, Атех и др.)

Тип счета (наличный, маржинальный)

Форма распоряжения купленными бумагами (регистрация на имя клиента и отправка ему, регистрация на имя брокера, поставка против платежа в банк или другому брокеру)

Распоряжение поступлениями от продажи (сохранить на счете или выплатить)

Форма расчетов (наличная, оплата наличными в момент поставки и др.)

Твердый или нетвердый приказ

Кроме этого, представитель вводит обозначение ценной бумаги или ее описание, количество акций, указывает цену и вид приказа по цене (рыноч-

ный, лимитный, приказ «стоп», лимитный приказ «стоп»), имя и номер счета клиента, имя представителя и номер приказа. Если приказ отдается на условиях «на усмотрение брокера», это также должно быть отражено в бланке приказа. Из всего вышесказанного следует, что при поспешном заполнении бланка приказа из-за возможного пропуска важных пунктов или даже просто неразборчивого почерка брокер может понести существенные убытки. Например, если оказывается незаполненной графа о том, является ли приказ твердым или нетвердым, приказ будет рассматриваться как твердый. Клиент, оспаривающий впоследствии открытую для него позицию как неприемлемую, конечно, мог сам принять решение приобрести эти ценные бумаги, однако, если графа о «твердости» приказа окажется незаполненной, брокеру, принявшему приказ, будет нелегко оправдаться перед клиентом.

Поскольку рынок ценных бумаг значительно усложнился, обычному представителю приходится иметь дело со все большим числом приказов, касающихся самых различных видов ценных бумаг. Из-за разнообразия инвестиций обычной практикой стало использование брокерами различных бланков приказов, соответствующих конкретным видам ценных бумаг. В настоящее время во многих крупных фирмах существуют отдельные бланки для оформления приказов, касающихся облигаций, опционных контрактов, ценных бумаг взаимных фондов, фьючерсов и других особых ценных бумаг типа бумаг паевых трестов.

После исполнения приказа представитель должен по возможности без промедления позвонить клиенту и сообщить ему о цене исполнения приказа, приблизительной чистой стоимости сделки (включая плату за услуги и комиссию) и день расчета. Естественно, активный игрок на рынке ценных бумаг захочет получить подобную информацию немедленно. Менее активному инвестору допускается позвонить и на следующее утро, поскольку о точной стоимости сделки можно узнать из подписанной представителем копии подтверждения сделки. Если инвестор покупает ценные бумаги, исходя из конкретной суммы денег, которую он собирается инвестировать в паи, цена которых до покупки остается неизменной, сообщения об исполнении приказа не требуется. Это обычно имеет место при покупке паев во взаимных фондах, паевых трестах, товариществах с ограниченной ответственностью и плавающих рентах.

Клиенту не следует дожидаться получения по почте письменного подтверждения сделки и лишь затем переводить необходимые для расчета средства; брокер же должен удостовериться в том, что клиент не намерен дожидаться подтверждения сделки. Правило *T* не предусматривает предоставления каких-либо льгот по срокам в связи с задержкой доставки отправок по вине почты, поэтому клиент должен произвести расчет по сделке в течение семи рабочих дней, вне зависимости от того, получил ли он письменное подтверждение сделки.

Подтверждения

Подтверждение («confirm» на жаргоне Уолл-стрит) — это отчет брокера перед клиентом о выполнении приказа. Обычное подтверждение содержит следующую информацию:

1. Дата совершения сделки
2. День расчета
3. Наименование ценных бумаг
4. Число акций/общая номинальная стоимость облигаций
5. Цена исполнения
6. Место исполнения приказа
7. Сделка совершена от имени принципала или агента
8. Комиссия или надбавка

Должны отражаться все комиссионные, однако сумму надбавки необходимо показывать только при сделках с акциями

9. Накопленный процент (только в случае сделок с облигациями)
10. Чистая сумма сделки, включая все платежи брокеру или клиенту

Обычно брокеры отправляют клиентам подтверждение сделок по почте сразу же после того, как информация о них будет обработана в отделах покупок и продаж брокерских фирм, как правило на следующий рабочий день после совершения сделки. Однако, как уже отмечалось выше, клиент не должен дожидаться получения подтверждения для того, чтобы произвести расчет. В то время как расчет по большинству обычных сделок с ценными бумагами производится без особых проблем, некоторые сделки, например операции с опционами и государственными ценными бумагами, требуют производства расчетов на следующий рабочий день, что делает ожидание получения подтверждения сделки по почте абсолютно бессмысленным.

Выписки о состоянии счетов

Правила Нью-Йоркской фондовой биржи требуют, чтобы каждому клиенту направлялась выписка о состоянии его счета в том месяце, когда по счету имело место какое-либо движение средств — проводились сделки, запись дивидендов в кредит счета, депонирование средств и т.д. В тех случаях, когда движения средств по счету не происходит, клиент должен получать выписку со своего счета по меньшей мере ежеквартально. В выписке суммируются все операции по счету за прошедший период с указанием даты каждой из них. Поскольку в выписках отражается поступление средств на счет или изъятие их со счета, указываются только даты *расчетов*, так как только в эти дни происходит реальное движение средств.

В результате споров, связанных с выписками со счетов, сформировались основные правила, которыми руководствуются суды. Как только клиент получает такую выписку, она сразу же, за исключением случаев мошенничества или наличия ошибок, становится официальным документом, накладывающим на клиента определенные обязательства. Поэтому клиент должен немедленно сообщить своему брокеру о замеченной им ошибке, какой бы незначительной она ни была. В целом закон предоставляет клиенту определенное время после получения выписки на то, чтобы опротестовать ее. Часто инвесторы испытывают трудности в исправлении даже тривиальных ошибок, поэтому любому инвестору следует как можно скорее сообщать своему

брокеру даже о незначительных ошибках. Подобные ошибки практически никогда не исправляются сами собой и, если не предпринимать немедленных мер по их коррекции, обладают свойством нарастать. Кроме того, значение быстрого исправления ошибок возрастает в связи с тем, что Служба внутренних доходов, располагая возможностью облегченного доступа к брокерским записям через компьютерную сеть, может потребовать уплаты налогов со сделки, которая в действительности не имеет к брокеру никакого отношения.

Наличные остатки

Брокеры не требуют поддержания какой-либо минимальной суммы в кредите счета. Кроме того, большинство крупных фирм, специализирующихся на розничной торговле ценными бумагами, не начисляет процентов на кредитовые сальдо на счетах, и не существует каких-либо правил, заставляющих их делать это. Однако все крупные фирмы и ряд более мелких компаний предлагают своим клиентам открытие комбинированного счета, являющегося одновременно брокерским счетом и депозитным счетом денежного рынка. Все избыточные на данный момент средства с этого счета автоматически вкладываются в акции взаимных фондов денежного рынка, что происходит еженедельно или чаще, в зависимости от величины остатка на счете. Первые предложенный «МеггШ Lunch» подобный тип счета под названием «Счет управления наличностью» позволяет владельцу выписывать чеки против остатка средств и даже изымать маргинальные кредиты, выписывая чеки против стоимости кредита. Для открытия таких счетов обычно требуется внесение определенной минимальной суммы в размере от 5000 до 25 000 дол., в зависимости от конкретного брокера и условий ведения счета. Кроме того, следует заметить, что эти счета, как правило, допускают совершение покупок ценных бумаг «на марже». Некоторые клиенты разрешали своим зарегистрированным представителям совершать сделки по таким счетам на их усмотрение и залезали в большие долги прежде, чем понимали, что одна из подписей, поставленных ими на документах при открытии счета, давала брокерам право на заимствование средств.

Права голоса

В тех случаях, когда купленные ценные бумаги регистрируются на имя брокера, корпорации направляют брокерам как зарегистрированным владельцам своих ценных бумаг документы передачи голоса (доверенности на голосование). Брокер в свою очередь передает эти документы своему клиенту. В большинстве случаев клиент просто указывает, как он хочет проголосовать, подписывает доверенность на голосование и возвращает ее брокеру, который и будет голосовать на собрании акционеров в соответствии с полученными инструкциями. Если клиент не вернет брокеру подписанную доверенность, брокер обычно голосует в соответствии с рекомендациями правления корпорации. Однако если в ходе голосования должны решаться спорные вопросы (например, идет борьба за контроль над корпорацией или существуют разногласия по поводу ее стратегии), брокеру разрешается голосо-

вать только в соответствии с письменными указаниями, полученными от клиента.

Право удержания в отношении ценных бумаг

Брокер обладает правом удержания принадлежащих клиенту ценных бумаг в счет уплаты клиентом всех комиссий, процента и авансов. Для реализации своего права удержания брокер может задержать поставку ценных бумаг клиенту или при необходимости обеспечить платеж за счет продажи Ценных бумаг. Право удержания распространяется на все ценные бумаги, вне зависимости от того, куплены они на «марже» (в кредит) или полностью оплачены. Если брокер вынужден реализовать свое право удержания, он не передает клиенту ценные бумаги до тех пор, пока клиент полностью не рассчитается с ним. В том случае, когда ценные бумаги были куплены «в кредит», брокерское право удержания распространяется и на выплаченные по ним дивиденды.

Комиссионные

Брокеры уполномочены взимать комиссию со всех проводимых по поручению клиента операций, т.е. биржевых трансакций. С самого начала своего существования NYSE установила единые *минимальные*, периодически пересматриваемые ставки комиссии для всех своих членов. На деле это означало фиксированную ставку комиссии для всех совершаемых по поручению клиентов сделок данного объема, вне зависимости от того, какая из фирм-членов биржи исполняет приказ. С 1 мая 1975 г. решением Комиссии по ценным бумагам и биржам проведение этой антиконкурентной политики было запрещено, и с тех пор ставки всех комиссионных стали «договорными», хотя возможности рядового инвестора обсуждать с брокером ставку комиссии весьма ограничены.

В большинстве фирм-членов биржи была установлена шкала ставок, которая время от времени подвергается пересмотру. Существенные пересмотры ставок в сторону повышения происходили под влиянием инфляции, и вполне вероятно, что в настоящее время клиент, покупающий 100 котируемых на NYSE акций при посредничестве фирмы-члена этой биржи, платит больше комиссионных, чем он платил до введения договорных ставок. Как правило, более мелкие компании-члены биржи ждут, когда гиганты рынка ценных бумаг типа «Merrill Lynch» объявят свои новые ставки комиссии, и лишь затем пересматривают собственные ставки. Фактически это обеспечивает значительные преимущества крупным инвесторам за счет мелких инвесторов. Кроме того, во многих фирмах вознаграждение представителей зависит преимущественно от исполнения приказов на большие суммы, поэтому представители проявляют гораздо меньший интерес к исполнению приказов и обслуживанию мелких инвесторов.

Больше всех выиграли от введения договорных ставок институциональные инвесторы, так как брокеры ожесточенно конкурируют между собой за обслуживание их высокодоходных счетов. Рядовой приказ институционального

инвестора (банка, взаимного фонда, пенсионного фонда и др.), вероятно, будет исполнен за комиссионные в размере от 3 до 15 центов с одной акции, что существенно ниже ставки той же фирмы, установленной для среднего клиента.

Однако у индивидуального клиента имеются преимущества иного рода. С появлением договорных ставок начала бурно развиваться новая отрасль рынка ценных бумаг, представленная «дисконтными» брокерами. Сначала «дисконтная» деятельность концентрировалась преимущественно в Нью-Йорке, однако она развивалась столь стремительными темпами, что в настоящее время существует несколько «дисконтных» брокерских фирм с охватывающей всю страну сеть отделений и значительное число местных или региональных фирм. Важно отметить, что все «дисконтные» брокеры предлагают одинаковый набор услуг и льгот, причем набор услуг является минимальным по сравнению с тем, что предлагает любая фирма «полного» обслуживания. Обычно клиенту не предоставляются результаты исследований рынка, рекомендации или консультации по ценным бумагам или типам возможных приказов, однако в качестве компенсации за это «дисконтный» брокер исполняет приказы клиента, взимая гораздо меньшие по сравнению с основными брокерскими фирмами комиссионные — ставки комиссии фактически сопоставимы со ставками, устанавливаемыми для институциональных инвесторов. Типичная шкала ставок демонстрирует разницу между фирмами (в дол.):

	Акции				Опционы	
	200	500	1000	2000	10	Обли- гации
	@15	@25	@29	@29	@5	20
1. «Дисконтный» брокер	35	38	75	60	40	50
2. «Дисконтный» брокер*	76	119	164	219	89	100
3. Фирма «полного» обслуживания	95	269	500	735	158	200
4. Фирма «полного» обслуживания	105	281	530	795	175	200

* У одного из «дисконтных» брокеров дешевле совершать сделку с 2000 акций по цене 29 дол., чем с 1000 акций по цене 29 дол. Это происходит в результате того, что комиссия брокерской фирмы устанавливается на основе взимания определенной суммы с каждой акции, а ставка комиссии снижается при достижении уровня в 2000 акций.

Опытный, хорошо информированный инвестор, особенно активный игрок на рынке ценных бумаг, по крайней мере некоторые из своих приказов размещает у «дисконтного» брокера. У некоторых так называемых брокерских фирм глубокого дисконта комиссия может быть ниже абсолютного минимума обычного диапазона комиссий, при ставке на 90% ниже, чем ставка фирм «полного» обслуживания. Многие из таких фирм устанавливают для своих клиентов определенные ограничения, например требуют большого числа сделок

в течение года, поддержания значительного наличного остатка на счете или наличия большого опыта работы с ценными бумагами. Тем не менее многие клиенты по-прежнему отдают предпочтение личному контакту со своим зарегистрированным представителем в крупной или местной фирме, через которую они уже давно ведут свои дела. Кроме того, относительно немного инвесторов, особенно среди новичков, обладают достаточными знаниями для работы с ценными бумагами без широкого набора продуктов, услуг и информации, предлагаемого фирмами «полного» обслуживания бесплатно или за небольшую плату.

Тем не менее рост «дисконтных» фирм является достаточным свидетельством того, что многие инвесторы не желают платить за услуги, в которых они не нуждаются. Эта категория инвесторов, несомненно, получила существенные выгоды от введения договорных ставок комиссии.

Множественные счета

Нет никаких причин, запрещающих клиенту вести два и более счета у одного брокера. Многие клиенты имеют наличный и маржинальный счета, иногда — личные, а иногда — совместные, обычно с супругой (супругом). Кроме того, многие активные инвесторы имеют счета в нескольких различных фирмах, справедливо полагая, что использование различных источников информации дает им больше возможностей.

Процент по дебетовому сальдо

В тех случаях, когда клиент покупает ценные бумаги «на марже», разница между стоимостью ценных бумаг и его депозитом (или долей в депозите) на счете должна быть покрыта за счет заемных средств. Стандартным методом финансирования дебетовых сальдо на счете клиента являются «брокерские ссуды, или ссуды до востребования», — краткосрочные ссуды, которые брокер получает в банках под залог купленных клиентом «на марже» ценных бумаг¹. Ставки по ссудам до востребования наряду со всеми другими процентными ставками испытывают значительные колебания. В силу того, что эти ссуды обеспечены залогом, а брокеры являются хорошими клиентами банков, ставка по брокерским ссудам приближается к ставке по банковским кредитам первоклассным заемщикам, а часто оказывается даже ниже. Сам клиент вряд ли сможет получить ссуду под тот низкий процент, который указывается в перечне котировок в финансовой прессе. Во-первых, указываемые в газетах ставки процента являются «оптовыми», и брокерские ссуды всегда кратны 100 000 дол. Лишь немногие из «розничных» клиентов имеют дебетовые сальдо таких размеров. Кроме того, брокер от имени клиента договаривается о ссуде и занимается всеми необходимыми деталями ее получения. Таким образом, следует ожидать, что клиенту придется заплатить как

¹ Компании «Merrill Lynch», «Goldman, Sachs», «Paine Webber» и некоторые другие выпускают коммерческие бумаги в качестве источников получения таких средств. Из-за того, что процентные ставки по коммерческим бумагам в целом ниже, чем ставки по брокерским ссудам, норма прибыли брокера (разница между процентными ставками) при этом типе финансирования увеличивается.

минимум на $\frac{x}{r}\%$ больше, чем ставка рынка денег до востребования. В некоторых фирмах принято публиковать перечень ставок процента, причем самая низкая ставка устанавливается для клиентов, имеющих наибольшее дебетовое сальдо на счетах. Однако большинство брокеров конкурируют между собой, поэтому клиент, который представит выписки со своего счета в другой фирме, демонстрирующие его активность на рынке и более низкую ставку процента, как правило, сможет договориться об аналогичной процентной ставке и в новой фирме, даже если величина дебетового остатка на его счете формально не дает ему права на снижение ставки.

Процент рассчитывается ежемесячно и указывается в направляемой клиенту выписке со счета. Записи в кредит счета, например зачисление дивидендов или депонирование наличности, сокращают дебетовое сальдо и, следовательно, сумму взимаемого процента. Если в течение месяца никаких поступлений на счет не было, процент, начисленный по ссуде за месяц, соответственно увеличивает размер дебетового остатка, результатом чего становится начисление сложного процента на долг. При ставках, колеблющихся в конце 70-х — начале 80-х годов около отметки 20%, клиенты, которые открыли маржинальный счет с дебетовым сальдо 10 000 дол., должны были выплатить более 12 000 дол. в конце года, если за этот период поступления на их счет отсутствовали.

ИСПОЛНЕНИЕ ПРИКАЗОВ

Брокер как агент

Прежде чем смогут возникнуть какие-либо вопросы об агентстве, клиент должен нанять брокера в качестве агента. Брокер имеет право разорвать агентские отношения с клиентом, и время от времени такое случается. Многие брокеры считают небольшие счета неприбыльными и при открытии счета устанавливают минимально необходимую сумму. Другие брокеры занимаются лишь определенными операциями, например соглашаются вести только «активные» счета и т.д. Сразу же после того, как приказ отдан и принят, брокер становится агентом своего клиента и должен выполнять его инструкции.

Надлежащие тщательность и квалификация

При исполнении приказов брокер должен проявлять надлежащую тщательность и должный уровень профессионализма. Игнорирование этих требований влечет за собой обязательства, ведущие к убыткам². В деле *Warwick v. Addick* было определено, что надлежащая тщательность и должный уровень профессионализма означают то, что присуще нормальным владельцам предприятий, действующих в той же отрасли и в том же деловом сообществе³. Другими словами, предполагается, что брокер будет исполнять приказы с

² C. H. Meyer, *The Law of Stockbrokers and Stock Exchanges* (New York: Baker, Voorhis & Co., 1931), и *Supplement* (1931), p. 265; W. H. Black, *The Law of Stock Exchanges, Stockbrokers, and Customers* (New York: Edward Thompson Co., 1940), p. 76.

³ 35 Del. 43, 157 Atl. 205.

такой же тщательностью и на том же профессиональном уровне, что и другие брокеры.

Следование инструкциям

Хотя брокер должен проявлять надлежащую тщательность и должный уровень профессионализма, следуя инструкциям клиента, он не несет ответственности за неисполнение приказа, если объективные обстоятельства помешали ему соблюсти условия приказа, определенные клиентом. Например, клиент приказал продать 500 акций, установив лимит цены на уровне 60. В том случае, если биржевые сделки совершаются по цене не выше $59\frac{7}{8}$, приказ не может быть исполнен. На практике, если брокер ради исполнения приказа снизит цену без согласия клиента, это будет рассматриваться как серьезное нарушение правил NYSE (правило 408). Даже если такое «несанкционированное» исполнение брокером приказа «на свое усмотрение» — без предварительного согласия клиента — в конечном счете принесет клиенту выгоду, оно повлечет за собой ответственность представителя за нанесенный ущерб и дисциплинарное наказание его руководством биржи.

Частичное исполнение приказов

Правило 61 биржи гласит: «Все предложения покупки и продажи более одной единицы торговли на бирже должны исполняться полностью или на любое меньшее число единиц торговли». Это означает, что, если клиент приказал купить 1000 акций по курсу 12, а брокер может купить по указанной цене только 500, клиент обязан согласиться с таким частичным исполнением приказа. Однако приказ на покупку 100 акций нельзя исполнить частично, поскольку частичное исполнение будет являться нестандартной сделкой. На бирже обращается относительно небольшое число ценных бумаг, стандартной сделкой с которыми считается покупка или продажа 10 штук, и еще меньше на бирже ценных бумаг, продаваемых и покупаемых пакетами по 25 и 50 штук. Если приказ касается именно таких единиц торговли на бирже, покупка или продажа, например, 10 акций не будет рассматриваться как нестандартная сделка. На ленте тикера подобные ценные бумаги, в отличие от более привычных акций, помечаются символом *ss*. Например, запись на ленте тикера *XYZZ ss 109* означает сделку с тремя стандартными единицами по 10 штук по курсу 109 (к передаваемым цифрам добавляется ноль, обозначающий суммарный объем сделки; в данном случае 30 акций).

Отмена приказов

Клиент в любое время может отменить приказ, однако следует помнить, что передача распоряжения об отмене приказа в ряде случаев не является гарантией того, что приказ не будет исполнен. Лимитный приказ или приказ «стоп», указанная цена в которых на несколько пунктов отличается от текущей рыночной цены, обычно можно отменить без каких-либо проблем. Однако, если цена приказа соответствует или близка к текущей цене, вполне возможно,

что брокер в торговом зале биржи исполнит его до того, как получит распоряжение об отмене. В этом случае клиенту придется согласиться с исполнением приказа. За некоторыми исключениями фактически невозможно отменить уже переданный рыночный приказ. Однако если клиент отдал приказ о «короткой» продаже на рынке, между получением приказа и необходимым для его исполнения появлением «плюс тик» (обозначение последней по времени биржевой сделки с конкретными ценными бумагами по цене выше цены предыдущей сделки) может пройти некоторое время, достаточное для отмены приказа. Кроме того, иногда на бирже возникают необычные ситуации, например приостановка торговли конкретными или даже всеми ценными бумагами, и тогда клиент получает время для отмены приказа.

Рынок исполнения

Брокер всегда должен стремиться к тому, чтобы исполнить приказ клиента по наилучшей из существующих на рынке цене. Это означает, что приказ обычно направляется на главный для данной ценной бумаги рынок, поскольку именно этот рынок, как правило, характеризуется наибольшей «глубиной» и ликвидностью. Если акции котируются на NYSE, лучшим рынком для них в нормальных условиях является именно эта биржа. Однако довольно часто бывает, что дисплей Межрыночной торговой системы показывает лучшие котировки данной ценной бумаги на другой бирже. В этом случае приказ следует направить именно на нее, если брокер является членом данной биржи. Проблемы возникают, когда лучшие передаваемые по системе котировки являются котировками «третьего» рынка и предлагаются фирмой, не являющейся членом биржи, но входящей в NASD. Правило 390 NYSE требует от членов биржи исполнения клиентских приказов, касающихся котируемых на этой бирже ценных бумаг, в торговом зале биржи или иной биржи, на которой данная ценная бумага котируется, за исключением тех случаев, когда брокер предварительно получил согласие клиента на исполнение приказа на другом рынке. Если акции котируются на региональной фондовой бирже, которая закрывается позже Нью-Йоркской, брокерская фирма не обязана после ее закрытия автоматически передавать приказ на региональную биржу, несмотря на то что клиент мог бы при этом получить выгоду.

Помимо биржевых сделок регулярно совершаются внебиржевые операции. Большинство крупных фирм розничной торговли ценными бумагами обычно исполняют приказы на нестандартные сделки между собой на дилерской основе. Кроме того, приказы на покупку или продажу относительно недавно включенных в биржевые котировочные списки акций брокеры могут исполнять там, где они сочтут нужным. Эти акции получили название «акции 19с-3» по номеру раздела Закона 1934 г., который разрешил подобную торговлю ими.

Главным рынком *всех* облигаций является внебиржевой рынок. Значительное число операций с облигациями ежедневно проводится на NYSE, главным образом из-за правила этой биржи о девяти облигациях. Исходя из того факта, что внебиржевой рынок облигаций является вотчиной профессионалов, которые игнорируют приказы на небольшие сделки, NYSE настаивает

на том, чтобы все приказы на покупку или продажу девяти и менее включенных в курсовой бюллетень облигаций передавались для исполнения в зал биржевой торговли, за исключением тех случаев, когда клиент особо оговаривает иное. Хотя передача приказа на биржу не гарантирует клиенту наилучшей цены, это по крайней мере позволяет ему выставить приказ на открытый аукционный рынок и повышает его шансы на наилучшее из возможных исполнение приказа.

Кроссирование приказов

Брокеры получают множество приказов на покупку и продажу одних и тех же ценных бумаг в один и тот же день, поэтому в ближайшем будущем, вероятно, получит широкое распространение «внутрифирменное кроссирование», при котором брокер просто взаимозачитывает дополняющие друг друга приказы своих собственных клиентов. Однако на протяжении многих лет подобная практика находилась под запретом на том основании, что клиент при этом не может воспользоваться преимуществами, которые дает конкуренция предложений на открытом аукционном рынке, следовательно, нет гарантии, что приказы клиентов будут исполняться по наилучшей цене. Развитие средств электронной связи между торговыми залами различных бирж и брокерскими фирмами должно устранить это препятствие.

В соответствии с нынешними правилами Нью-Йоркской фондовой биржи брокер, получивший от клиентов рыночные приказы на покупку и продажу равных пакетов одних и тех же ценных бумаг (или лимитные приказы, цена в которых находится в пределах текущих котировок), может выступать в роли агента для обеих сторон, публично выставляя предложения на покупку и продажу одинакового количества акций по цене в пределах текущих котировок. Цена брокерского предложения на продажу в целях сохранения целостности системы открытых торгов должна по крайней мере на $\frac{1}{8}$ превышать цену его же предложения на покупку, так как при этом у других брокеров остается возможность сделать контрпредложение по любому из приказов. Однако кроссирование приказов происходит столь стремительно, что у других брокеров остается очень мало времени на то, чтобы среагировать. В обычной ситуации брокер, намеревающийся кроссировать, например, приказы на 1000 акций компании «Polaroid», идет на «пост», где торгуют этими ценными бумагами, и запрашивает котировку. Специалист может котировать эти акции по 28 при покупке и по $28\frac{1}{4}$ при продаже. Таким образом, брокер может выставить предложение на покупку 1000 акций по курсу 28 (что соответствует наилучшей цене), быстро предложить 1000 акций на продажу по курсу $28\frac{1}{8}$ (что лучше по сравнению с котировкой специалиста) и стремительно поднять цену предложения на покупку до цены предложения на продажу, заключив сделку по курсу $28\frac{1}{8}$. В результате получается, что сделка и в интересах покупателя, и в интересах продавца была совершена публично и по справедливой цене.

ОСНОВЫ ПРАВОВЫХ ВЗАИМООТНОШЕНИЙ

Принципал и агент

В определении взаимоотношений клиента и брокера огромную роль играет законодательство об агентствах. В обычной биржевой операции клиент является принципалом, а брокер — агентом. При таких взаимоотношениях брокер обязан действовать в интересах клиента; за свои услуги он получает комиссию. Никакого иного вознаграждения для брокера, который не рискует своей собственностью, не предусматривается. Таким образом, роль брокера сводится к посредничеству.

Должник и кредитор

Отношения «должник—кредитор» имеют значение в тех случаях, когда клиент открыл маржинальный счет. Клиент занимает у брокера средства, чтобы частично профинансировать покупку. При этом совершенно не имеет значения, откуда брокер получил требуемые средства — из банка в форме ссуды до востребования или брокерской ссуды либо из других источников. В любом случае брокер становится кредитором, а клиент — должником, и отношения между ними регулируются законами о кредиторах и должниках.

Залогодатель и залогополучатель

Еще одна категория взаимоотношений возникает при залоге ценных бумаг в качестве обеспечения маржинального кредита. Клиент закладывает купленные «на марже» ценные бумаги как обеспечение брокерской ссуды, полученной его фирмой. Фирма в свою очередь перезакладывает эти ценные бумаги обычно тому банку, который предоставил ссуду для открытия позиции клиента. Эти взаимоотношения более полно будут рассмотрены ниже.

Фидуциарные (доверительные) отношения

Между брокером и клиентом устанавливаются, по крайней мере отчасти, доверительные отношения. При этих «основанных на доверии отношениях» клиент, в силу подразумеваемой уверенности в честности, справедливости и ответственности брокера, доверяет ему свои деньги и ценные бумаги. Брокер же принимает на себя обязательство наилучшим образом действовать в интересах клиента. В известном смысле брокер становится квазидоверенным лицом в делах клиента. Насколько велика сфера доверительных отношений, разные штаты и суды определяют по-разному, и это различие во мнениях до сих пор не устранено. В целом принято считать, что брокерам не следует принимать заведомо убыточные приказы; кроме того, предполагается, что брокеры несут ответственность за понесенные убытки, за исключением тех случаев, когда клиент сам настоял на сделке или не предпринял никаких шагов к снижению ущерба. По мнению некоторых, брокер в ситуации, когда он получает приказ, могущий привести к убыткам, обязан предупредить об

этом своего клиента; другие идут дальше и полагают, что брокер просто обязан отказаться принять рискованный приказ. Существует также мнение, что брокер вовсе не обязан отклонять «нетвердые» приказы, кажущиеся неразумными, более того, он должен нести ответственность за упущенную прибыль в тех случаях, когда отказывается принять приказ, который мог бы принести прибыль при незамедлительном исполнении, но не принес ее из-за промедления.

Залог ценных бумаг

Ранее мы определили залог как акт, при котором ценные бумаги закладываются в качестве обеспечения ссуды. Клиент закладывает акции всякий раз, когда совершает покупку «на марже». Акции при этом играют роль гарантийного депозита до тех пор, пока ссуда не будет погашена. Брокер в свою очередь перезакладывает ценные бумаги клиента банку всякий раз, когда он получает у него ссуду *до востребования* (брокерскую ссуду), передаваемую затем клиенту для финансирования дебетового сальдо на его счете.

Замена обеспечения

Брокер имеет возможность заменить заложенное обеспечение. Если клиент купил 200 акций компании «General Motors*» «на марже», брокеру не обязательно хранить один и тот же сертификат акций в течение всего срока залога. Поскольку каждый сертификат акций идентичен всем другим сертификатам, не имеет значения, будет ли брокер сохранять в качестве обеспечения какой-либо конкретный сертификат; сертификаты не являются имуществом, они всего лишь представители (свидетельства) имущества. Поэтому закон разрешает брокеру в случае необходимости заменить один первоначальный сертификат 200 акций на два сертификата по 100 акций. Тем не менее брокер должен постоянно иметь в запасе на случай поставки акции данного вида и в нужном количестве.

Право на перезалог ценных бумаг

Брокер также обладает законным правом на перезалог принадлежащих клиенту ценных бумаг. Если бы у него не было возможности использовать эти ценные бумаги в качестве обеспечения, он, очевидно, не смог бы получать ссуды для финансирования дебетовых сальдо на клиентских счетах по приемлемой процентной ставке. В некоторых случаях клиенты могут предоставлять брокеру свои полностью оплаченные бумаги займа. Разумеется, у клиента должна быть некоторая экономическая заинтересованность в такой практике. Например, «короткие» продавцы могут столкнуться с трудностями, разыскивая те ценные бумаги, которые они хотели бы занять, и тогда они готовы даже заплатить премию за получение права поставки этих ценных бумаг в счет выполнения своих обязательств по «короткой» продаже. Клиент должен выдать брокеру *письменное* разрешение выдавать займы принадлежащие ему ценные бумаги.

Права залогополучателя брокера

Следующая проблема касается прав залогополучателя брокера, в роли которого обычно выступает банк, предоставивший ему «ссуду до востребования». Рядом судебных решений было установлено, что права банка являются обоснованными и даже имеют преимущество перед правами клиента. Хотя подобные ситуации возникают и не часто, но если положение брокера в результате изменения цен ухудшится и он не сможет соблюдать условия договора о банковской ссуде, банк обладает законным правом продать принадлежащие клиенту заложенные ценные бумаги и таким образом обеспечить возврат ссуды. Клиенту в этой ситуации придется приложить немало усилий, чтобы спасти по возможности остаточную стоимость своей маржи.

Продажа залога

Требования к величине первоначальной маржи при покупках ценных бумаг «на марже» относительно высоки: 50% от покупной стоимости ценных бумаг в настоящее время и 80% — на протяжении последних 20 лет. NYSE требует от клиентов поддерживать минимальную маржу в размере 25% от рыночной стоимости покупки, а многие члены биржи устанавливают свои собственные «внутренние» неснижаемые далее гарантийные депозиты в размере 30% и даже 35%. Таким образом, прежде чем возникнет угроза продажи брокером купленных «на марже» ценных бумаг, остаточная стоимость первоначальной маржи клиента должна весьма существенно понизиться. Обычно процесс столь значительного «истощения» стоимости маржи клиента занимает некоторое время, поэтому ни для брокера, ни для клиента снижение маржи не является сюрпризом. Иногда, однако, клиент кладет все яйца в одну корзину — открывает крупную позицию по одной-единственной ценной бумаге. В этом случае внезапное падение цен может вызвать снижение стоимости средств на маржинальном счете клиента ниже минимально допустимого уровня, что вынудит брокера потребовать от клиента внесения на счет дополнительных средств. Кроме того, в стандартном соглашении об открытии маржинального счета, используемом большинством фирм—членов биржи, предусматривается продажа брокером ценных бумаг клиента без его предварительного уведомления.

Однако, несмотря на присутствие в договоре слов «без уведомления клиента», брокеры редко пользуются этим правом и обычно предупреждают клиентов телеграммой о том, что они будут вынуждены продать (или купить) ценные бумаги (закрыть позицию), если к определенному сроку на счет клиента не поступят дополнительные средства. В отличие от требований поддержания первоначальной маржи, которые должны выполняться не позднее седьмого рабочего дня с даты сделки, требования поддержания вариационной маржи следует удовлетворять незамедлительно, часто на следующий день после отправки телеграммы.

ЗАКРЫТИЕ СЧЕТА

Права вообще

Правовые взаимоотношения по поводу брокерского счета включают в себя, как уже указывалось выше, права должника и кредитора, а также права принципала и агента. Законодательство об агентстве устанавливает, что агентские отношения могут быть прекращены по желанию любой из сторон, если в договоре не зафиксирован конкретный срок существования таких отношений. Аналогично залоговые отношения могут быть прекращены по требованию любой из сторон при выполнении ими условий договора, т.е. при выплате залогодателем всей суммы займа и возвращении брокером ценных бумаг клиенту.

Право клиента на закрытие счета

Клиент имеет право закрыть брокерский счет в любой момент при условии, что у него нет невыполненных обязательств, связанных с расчетами по сделкам. При закрытии счета брокер обязан передать все остатки средств и ценные бумаги со счета клиенту или указанному им другому брокеру. Передача всего счета другому брокеру представляет собой относительно простую процедуру и требует лишь подписания клиентом особой, специально разработанной для таких случаев формы. Если счет является маржинальным, клиенту, прежде чем он получит ценные бумаги с него, необходимо полностью выплатить задолженность (ликвидировать дебетовое сальдо). В случае перевода маржинального счета от одного брокера к другому, брокер, к которому переходит счет, от имени клиента погашает задолженность, а затем восстанавливает сумму дебетового сальдо на новом счете.

Право брокера на закрытие счета

Стандартное соглашение об открытии маржинального счета закрепляет за брокером право на закрытие счета во *всех* случаях, когда это необходимо в целях защиты его интересов. Обычная причина закрытия счета по настоянию брокера — невыполнение клиентом требований поддержания первоначальной или вариационной маржи, что является нарушением правил ведения маржинальных счетов, установленных федеральным законодательством или NYSE. Иногда, однако, фирма настаивает на закрытии клиентом счета при переводе его в другую брокерскую фирму из-за того, что операции клиента систематически подвергают брокера финансовому или правовому риску. Это особенно касается счетов тех клиентов, которые проводят сделки с крайне спекулятивными ценными бумагами и часто совершают значительные «короткие» продажи.

Смерть клиента

Соглашения об открытии маржинальных счетов оставляют за брокером право закрыть счет в случае смерти клиента, однако на практике брокеры редко

прибегают к нему. Обычно при получении известия о смерти клиента брокер сразу же отменяет все «открытые» (действительные до уведомления об отмене) приказы, чтобы предотвратить появление новых позиций. В некоторых случаях, особенно если речь идет об опционных или товарных фьючерсных контрактах, брокер может закрыть позиции в связи с ограниченным сроком действия этих инструментов. Если счет был открыт на одно имя, брокер, прежде чем позволить исполнителю завешания или администратору распорядиться счетом покойного, должен потребовать предъявления всех необходимых в данном случае документов. Если счет был совместным, брокер, скорее всего, позволит пережившему наследнику провести ликвидационные операции по нему, однако не разрешит ему принимать на себя новые обязательства. Для новых позиций такому клиенту придется открыть новый счет.

СДЕЛКИ «НА МАРЖЕ»

Использование заемных средств с целью приобретения основного капитала для инвестиционного процесса — обычное явление в промышленности и сфере торговли недвижимостью, так же как и в операциях с ценными бумагами. Заемщик создает себе «плечо» («рычаг») для того, чтобы увеличить прибыль на вложенный капитал, точно так же, как рычаг увеличивает приложенную силу. В тех случаях, когда «плечо» используется в операциях с ценными бумагами, по традиции, установившейся за многие годы, употребляют термин «маржа» (margin).

Если первоначальная маржа составляет 50% от стоимости покупки ценных бумаг, инвестор, совершающий сделку «на марже», сможет на данную сумму денег купить в два раза больше акций, чем при покупке с полной оплатой наличными. При условии, что инвестор правильно угадал тенденцию движения цен и курс данных ценных бумаг вырос, полученная им валовая прибыль окажется, очевидно, *в два раза больше*, чем могла бы быть в ином случае.

Проиллюстрируем сказанное. Инвестор располагает 10 тыс. дол. наличными, которые он готов вложить в ценные бумаги. Этой суммы достаточно, чтобы купить 100 акций XYZ по курсу 100 за наличный расчет и 200 акций XYZ при сделке на полной марже. Предположим, что курс акций за год поднялся до 150. Инвестор, купивший акции за наличный расчет, сможет продать свои 100 акций за 15 000 дол. и получить 50% прибыли на вложенный капитал. Инвестор же, совершивший покупку «на марже», получает 50% прибыли на каждой из 200 акций, следовательно, зарабатывает в общей сложности 10 тыс. дол., что *в два раза превышает* первоначально вложенный капитал. Это именно та перспектива, которая привлекает спекулятивного инвестора, однако нельзя утверждать, что такие операции не несут в себе риска.

«Плечо» одинаково работает как на благо инвестора, так в ущерб ему. поэтому инвестор при неблагоприятном движении цен теряет также в два раза больше. За использование заемных средств взимается процент. В 70-х и начале 80-х годов ставка для большинства инвесторов превышала 10% годовых, а иногда была больше 20%. Кроме того, расходы на комиссию при сделках «на марже», как правило, оказываются более высокими, так как владелец маржинального счета чаще совершает сделки, причем суммы сделок обычно в два раза больше тех сумм, которые фигурировали бы при покупках за пол-

ный наличный расчет. Рядовому инвестору операции «на марже» не приносят значительных выгод; предполагается, что типичным маржинальным инвестором является агрессивный спекулянт. Подобные инвесторы не обязательно постоянно покупают и продают, однако, как правило, они гораздо активнее других инвесторов и часто придерживаются весьма изощренных стратегий. Действительно, из-за наличия различных ограничивающих и запрещающих правил реализовать многие более сложные стратегии можно только через маржинальные счета.

ФЕДЕРАЛЬНЫЕ ПРАВИЛА

До 1934 г. в стране не существовало общенациональных ограничений на размер кредита при покупке ценных бумаг, хотя еще в 1933 г. NYSE установила для своих членов правило первоначальной маржи в сумме 50% от стоимости покупки. До того времени кредитор мог финансировать любую часть стоимости покупки клиента. Еще в 1928—1929 гг. ситуация, когда даже мелкие инвесторы контролировали значительные позиции, располагая гарантийными депозитами всего лишь в размере 10—20% от рыночной стоимости купленных бумаг, была вполне обычной. Такое положение находило свое отражение в весьма высоких курсах акций, так как действительная рыночная стоимость ценных бумаг была мало связана с величиной инвестированного капитала. Цены, превышающие 200 дол. за акцию, не вызывали удивления, а ежедневные изменения курсов на 5—10 дол. были именно тем, что делало спекуляции «на марже» столь привлекательными.

Когда произошел биржевой крах 1929 г., падение курсов ценных бумаг очень быстро обесценило обеспечение займов, которые банки выдали брокерам для финансирования операций клиентов. Как следствие этого брокеры, защищаясь от требований банков внести дополнительное обеспечение, стали сбрасывать принадлежащие клиентам ценные бумаги. Такие вынужденные распродажи обладают свойством цепной реакции, так как каждая продажа способствует дальнейшему падению цен и порождает очередную продажу; в результате число продаж растет подобно снежному кому. Таким образом, какой бы ни была конечная причина, вызвавшая великий крах, не вызывает никаких сомнений, что неразумная кредитная политика поощряла спекулятивные сделки, подталкивающие рыночные цены вверх, и, наоборот, усилила панику, приведшую к их падению. Закон о торговле ценными бумагами 1934 г. делегировал право регулирования размеров кредита при покупке ценных бумаг Совету управляющих ФРС. Было введено несколько правил, положения которых время от времени, в зависимости от того, как ФРС оценивает состояние экономики и рынков, подвергаются изменению. Для рядового инвестора наибольшее значение имеет Правило Г, так как оно устанавливает максимальный размер кредита, который брокер/дилер может предоставить на покупку ценных бумаг. Правила *U* и *G* имеют ту же направленность, однако касаются кредитов, получаемых в банках и из других источников.

В соответствии с *Правилом Т* разрешается покупать «на марже» любые котируемые ценные бумаги. В 1985 г. это разрешение было распространено на обращающиеся на внебиржевом рынке ценные бумаги, включенные в систе-

му NASDAQ. Все остальные ценные бумаги внебиржевого рынка можно покупать «на марже», если только они присутствуют в составляемом ФРС списке разрешенных к покупке «на марже» котируемых на внебиржевом рынке акций. Этот список периодически пересматривается и обновляется. Например, в 1991 г. около 2000 тыс. эмиссий достигли соответствия установленным ФРС критериям и были включены в список. Что касается не включенных в этот список акций, а также опционов и ценных бумаг взаимных фондов, то они должны всегда оплачиваться полностью, хотя разрешается предоставлять кредит под полностью оплаченные и депонированные на маргинальном счете акции взаимных фондов.

Сделки с долговыми инструментами, за исключением конвертируемых облигаций, как правило, не подпадают под действие Правила Т. Однако на них распространяются общепрофессиональные требования *поддержания неснижаемого гарантийного депозита*, о чем будет сказано ниже. В 1985 г. ФРС распространила установленные Правилем Т требования к кредиту на сделки с так называемыми «мусорными» облигациями, которые часто используются для финансирования недружественных корпоративных поглощений. Это может служить очевидным признаком того, что совет управляющих обеспокоен стремительным нарастанием сомнительного долга, являющегося альтернативой росту собственного капитала. Только в 1984—1985 гг. почти 200 млрд дол. собственного капитала компаний растворились и были заменены долговыми обязательствами в большинстве своем сомнительной надежности. Естественно, ФРС не прогнозирует повторения 1929 г., однако, принимая свои решения, никогда не забывает о нем.

Правило Т

Это правило регулирует как покупки «на марже», так и наличные (полностью оплачиваемые) сделки. Имея наличный счет, инвестор может покупать любые ценные бумаги до тех пор, пока он в состоянии полностью их оплачивать в течение семи *рабочих* дней с момента совершения сделки. Следует заметить, что для обычных расчетов по сделкам с ценными бумагами корпораций между брокерами/дилерами отводится на два рабочих дня больше, чем предусмотрено регулирующими рынок ценных бумаг правилами. Если инвестор не сможет в установленные сроки произвести оплату, брокер в соответствии с Правилем Г должен немедленно аннулировать сделку. В случае, когда клиент купил ценные бумаги, но не оплатил их, брокер должен продать данные ценные бумаги и возложить на клиента всю ответственность за убытки, связанные с этой продажей. Результатом такого нарушения федерального законодательства становится блокирование, или замораживание, счета клиента на последующие 90 дней. Однако фактически замораживание не так страшно, как кажется. Клиент не лишается возможности совершать сделки, однако, прежде чем любой из его приказов будет принят к исполнению, он должен внести на счет гарантийный депозит деньгами или ценными бумагами на всю сумму предполагаемой сделки.

При экстраординарных обстоятельствах у клиента могут оказаться уважительные причины, по которым он не смог оплатить или поставить ценные

бумаги в семидневный срок. В этом случае брокер имеет право обратиться на биржу, где была совершена сделка, или в NASD с просьбой о продлении срока расчета. Из-за того, что каждый случай рассматривается в индивидуальном порядке, у клиентов не возникает даже мысли о том, что вся процедура рассмотрения является чисто механической. На практике большинство подобных просьб отклоняется; кроме того, вне зависимости от степени уважительности причин клиента ни один из них не может рассчитывать получить более пяти отсрочек в течение одного календарного года.

Если речь идет о покупке «на марже» (или о «короткой» продаже), клиент, как и в случае с наличным счетом, в течение семи рабочих дней должен в соответствии с требованиями Правила *T*, внести на счет минимальную первоначальную маржу. ФРС требует внесения минимального гарантийного депозита в размере 50% от суммы покупки наличными либо депонирования на счете полностью оплаченных ценных бумаг, стоимость которых равна стоимости покупки.

По Правилу *G*, требование вариационной маржи по каждой сделке необходимо выполнить только один раз. Например, если инвестор уже один раз вносил дополнительные средства в счет обеспечения данной сделки, от него не могут потребовать на основании федерального законодательства повторного внесения дополнительных средств. Все последующие требования пополнения гарантийного депозита могут выдвигаться только саморегулируемыми организациями, такими, как NYSE. Более подробно такие требования будут рассмотрены в разделе «Требования поддержания минимального уровня средств на маржинальном счете».

С момента появления Правила *T* минимальный уровень первоначальной маржи подвергался пересмотру 22 раза и однажды, на протяжении чуть более одного года, стоял на отметке 100%. Таблица 13-1 показывает изменения размера минимального гарантийного депозита на маржинальном счете, устанавливаемого ФРС.

Таблица 13-1

Дата введения	Величина, %	Дата введения	Величина, %
15.10.34	45	23.04.55	70
01.02.36	55	16.01.58	50
01.11.37	40	05.08.58	70
05.02.45	50	16.10.58	90
05.07.45	75	28.07.60	70
21.01.46	100	10.07.62	90
01.02.47	75	05.11.63	70
30.03.49	50	08.06.68	80
17.01.51	75	06.05.70	65
20.02.53	50	06.12.71	55
04.01.55	60	24.11.72	65
		03.01.74	50

За исключением полутора лет в период Великой депрессии и промежутка с 1937 г. до окончания второй мировой войны, Правило Г всегда определяло размер первоначального гарантийного депозита на уровне 50% и выше.

Несмотря на все ограничения, многие инвесторы продолжают работать с маржинальными счетами. На 31 декабря 1990 г. суммарная задолженность по всем открытым в фирмах—членах NYSE маржинальным счетам составляла 28,32 млрд дол.¹ В эту сумму не включены дебетовые остатки по маржинальным счетам в фирмах, являющихся только членами NASD, однако такие фирмы, как правило, значительно меньше по размеру. Следует также заметить, что вышеприведенные ограничения не распространяются на финансирование дилерами по ценным бумагам своих собственных позиций.

Покупки «на марже»

Предположим, что акции IBM котируются по курсу 120 дол. за штуку. Инвестор, располагающий 6000 дол. наличности, может приобрести 50 акций на условиях полного наличного расчета либо 100 акций «на марже». Инвестор, который твердо убежден в том, что в течение ближайших нескольких месяцев курс акций будет расти и достигнет 140 дол., может решиться на использование «плеча» и купить 100 акций на свой маржинальный счет. Если его прогнозы оправдаются, прибыль при последующей продаже акций будет в два раза больше, так как при покупке «на марже» он приобрел их ровно в два раза больше, чем при покупке за полный наличный расчет.

Для того чтобы заплатить продавцу акций 12 000 дол., инвестор депонирует, в соответствии с требованием Правила Т о минимальной первоначальной марже, 50% стоимости покупки (6000 дол.). Естественно, инвестор вправе депонировать и большую сумму, однако максимальный эффект «плеча» достигается именно при выполнении минимального требования Правила Г. Недостающие 6000 дол. инвестор получает у брокера в виде кредита под залог 100 акций IBM. В этот момент счет инвестора выглядит следующим образом:

«длинные» 100 IBM @ 120 =	12 000 дол.	рыночная стоимость (MV)
минус кредит	<u>6000 дол.</u>	дебетовый остаток (DR)
	6000 дол.	стоимость маржи (EQ)

Если рыночная стоимость акций достигнет 140 дол., остаточная стоимость маржи инвестора увеличится до 8000 дол.

«длинные» 100 IBM @ 140 =	14 000 дол.	MV
минус кредит	<u>6000 дол.</u>	DR
	8000 дол.	EQ

Таким образом, инвестор получает 2000 дол. прибыли на вложенные 6000 дол., тогда как при покупке за полный наличный расчет он имел бы только 50 акций и мог получить 1000 дол. прибыли. Конечно, на дебетовый остаток на счете начисляются проценты, а за покупку 100 акций клиенту приходится

¹ Все данные взяты из: *NYSE Fact Book-1991*, p. 62.

платить значительно большую сумму комиссии, чем за покупку 50 акций. Тем не менее эти дополнительные расходы незначительны в сравнении с удвоенной прибылью, если только предположение клиента о росте курса окажется верным.

Предположим, что инвестор не собирается сразу же реализовать полученную прибыль и намерен извлечь для себя пользу из «бумажной прибыли». Свои намерения он может воплотить в жизнь через вспомогательный счет, называемый Специальным памятным счетом (Special Memorandum Account — SMA). Правило /разрешает использовать этот счет для временного хранения средств, превышающих текущую минимальную стоимость маржи. В тех случаях, когда клиент не задействует полностью разрешенный Правилем T кредит, превышение депозита над уровнем минимальной текущей маржи автоматически зачисляется на SMA. По этой причине его можно рассматривать скорее как не востребовавшую кредитную линию, нежели как кредитовый остаток наличности, которым он, конечно, не является.

Например, текущая маржа на счете составляет 8000 дол., что превышает минимально необходимую по Правилу G сумму (14 000 дол. \times 50% = 7000 дол.) на 1000 дол.; эти 1000 дол. автоматически записываются в кредит SMA. Теперь инвестор может изъять со счета эти деньги полностью или частично. Если он это делает, дебетовое сальдо возрастает, а остаточная стоимость маржи уменьшается на сумму изъятия. После изъятия со Специального памятного счета всей суммы в 1000 дол. маржинальный счет клиента будет выглядеть следующим образом:

$$\begin{array}{r}
 \text{«длинные» } 100 \text{ IBM @ } 140 = 14\,000 \text{ дол. MV} \\
 \text{минус кредит} \qquad \qquad \qquad \underline{7\,000 \text{ дол. DR}} \\
 \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad 7\,000 \text{ дол. EQ} \\
 \text{SMA} = 0
 \end{array}$$

Клиент может не снимать средства со Специального памятного счета, а потратить их на покупку дополнительного числа акций IBM либо других ценных бумаг, которые разрешается покупать «на марже». Общая рыночная стоимость ценных бумаг, которые клиент сможет купить, не вкладывая дополнительных средств, определяется делением суммы на SMA на величину установленной Правилем T минимальной маржи либо просто удвоением остатка на SMA, так как размер маржи в данном случае составляет 50%. Если эта «покупательная способность» будет реализована в полной мере, рыночная стоимость и дебетовый остаток возрастут в два раза по сравнению с остатком на SMA. Остаточная стоимость маржи в долларовом выражении при этом, конечно, не изменится, однако размер маржи в процентном отношении к рыночной стоимости уменьшится.

До реализации «покупательной способности»

$$\begin{array}{r}
 \text{«длинные» } 100 \text{ IBM @ } 140 = 14\,000 \text{ дол. MV} \\
 \text{минус кредит} \qquad \qquad \qquad \underline{6\,000 \text{ дол. DR}} \\
 \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad \qquad 8\,000 \text{ дол. EQ} \\
 \text{SMA} = 1000 \text{ дол.}
 \end{array}$$

После реализации «покупательной способности»

(Предполагается, что курс акций IBM остается 140 дол., и покупаются еще 14 акций.)

«длинные» 114 IBM @ 140 = 16 000 дол.	MV
минус кредит	8000 дол. DR
	8000 дол. EQ

SMA = 0

Некоторые биржевые спекулянты иногда сталкиваются с тем, что купленные ими «на марже» ценные бумаги внезапно/возрастают или падают в цене. Если оставить в стороне достаточно мрачную? перспективу понести двойные убытки из-за того, что спекулянт на данную сумму купил в два раза больше акций и еще платит за это проценты, всегда существует опасность получить неприятную телеграмму — извещение о вынужденной продаже акций. Однако в действительности для того, чтобы в конце концов возникла реальная необходимость ликвидации счетов с недостаточным гарантийным депозитом, рынок ценных бумаг должен измениться очень значительно. Обусловленные Правилом Г требования пополнения гарантийных депозитов не направляются клиентам только из-за того, что текущая маржа на их счетах опустилась ниже 50% стоимости покупки.

Продолжая рассматривать наш пример, предположим, что инвестор в полной мере использовал «покупательную способность» SMA и теперь владеет 114 акциями IBM стоимостью 140 дол. каждая. Однако уже после совершения покупки курс акций IBM упал до 130 дол., в результате чего маржинальный счет клиента стал выглядеть следующим образом:

«длинные» 114 IBM @ 130 = 14 820 дол.	MV
минус кредит	8000 дол. DR
	6280 дол. EQ

SMA = 0

Стоимость маржи на счете теперь составляет менее 50% от 14 820 дол. (7410 дол.), т.е. ниже требуемого уровня почти на 600 дол. Однако в связи с тем, что инвестор выполнил все требования Правила Г, предъявляемые к первоначальной марже, ему не надо вносить на счет какие-либо дополнительные средства. На практике счет с уровнем маржи ниже 50% может существовать сколь угодно долго, и от клиента не потребуют внесения дополнительного гарантийного депозита до тех пор, пока стоимость маржи на счете будет превышать установленную минимальную сумму.

ПРОДАЖИ С МАРЖИНАЛЬНЫХ СЧЕТОВ

Когда владелец маржинального счета ликвидирует или сокращает свою «длинную» позицию, 50% выручки от продажи ценных бумаг автоматически записываются в кредит Специального памятного счета и могут использоваться в перечисленных выше целях. Продолжая наш пример, предположим, что курс акций IBM упал до 120 дол., в результате чего обеспокоенный инвестор решает облегчить свою позицию и продать 20 акций по текущей цене. После

продажи рыночная стоимость принадлежащих ему акций уменьшится на 2400 дол. и, соответственно, на ту же сумму сократится дебетовое сальдо на счете.

$$\begin{array}{r} \text{«длинные» } 94 \text{ IBM @ } 120 = 11\,280 \text{ дол. MV} \\ \text{минус кредит} \quad \quad \quad \underline{5600 \text{ дол. DR}} \\ \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad 5680 \text{ дол. EQ} \end{array}$$

Теперь стоимость маржи на счете на 40 дол. превышает 50% от 11 280 дол., а на SMA числится 1200 дол. — ровно 50% от поступлений от продажи. Другими словами, инвестор может вновь купить допущенные к продаже «на марже» ценные бумаги на сумму 2400 дол. и восстановить то состояние счета, которое было до продажи, не внося каких-либо дополнительных средств. Более того, не имеет значения, когда инвестор купит новые ценные бумаги взамен проданных — в день продажи или позднее, так как движение цен на рынке не влияет на величину остатка на SMA.

«КОРОТКИЕ» ПРОДАЖИ

Продажа взятых в займы ценных бумаг названа в Правиле Г «короткой» продажей. Федеральным законодательством установлено, что все «короткие» продажи должны проводиться только по маржинальным счетам, так как в этих случаях всегда возникают отношения должника и кредитора. Однако в отличие от «длинных» маржинальных счетов долг клиента при этом выражается в ценных бумагах, а не в наличных деньгах.

Ценные бумаги можно занять на время у других владельцев маржинальных счетов, своего брокера или даже, в случае необходимости, у других брокеров. Совершая «короткую» продажу, продавец должен так же выполнить требование Правила Г в отношении гарантийного депозита, как если бы он покупал ценные бумаги «на марже». Этот депозит, а также поступления от «короткой» продажи образуют *кредитовое сальдо* на «коротком» маржинальном счете. Следовательно, никакие проценты с владельца счета не взимаются, за исключением тех случаев, когда ситуация на рынке складывается вразрез планам клиента.

Обычно смысл «короткой» продажи заключается в получении прибыли от ожидаемого падения курсов. Другими словами, спекулянт просто меняет порядок действий, определенный классической идеей «покупай дешево — продавай дорого», и *сначала* продает. Предположим, что биржевой спекулянт видит краткосрочную перспективу падения цен на акции компании «Motorola» в ближайшие несколько недель. Ожидая, что текущая рыночная цена 36 дол. за акцию упадет за это время до 30 дол., спекулянт берет в займы 100 акций «Motorola» и продает их по 36 дол. В соответствии с Правилем Г ему придется в семидневный срок депонировать на счете 1800 дол. После внесения депозита на счете образуется наличный кредитовый остаток, состоящий из депонированных денег и поступлений от «короткой» продажи:

$$\begin{array}{r} \text{наличность} \quad \quad \quad 5400 \text{ дол. кредитовый остаток (CR)} \\ \text{минус } 100 \text{ MOT} \quad \quad \underline{3600 \text{ дол. («короткая») рыночная стоимость (MV)}} \\ \text{SMA} = 0 \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad \quad 1800 \text{ дол. стоимость маржи (EQ)} \end{array}$$

Если курс акций «Motorola» упадет до 30 дол. за акцию, стоимость маржи спекулянта возрастет на 600 дол. и достигнет 2400 дол.

наличность	5400 дол. (CR)
минус 100 МОТ	<u>3000 дол.</u> (MV)
	2400 дол. (EQ)

Взяв 50% текущей рыночной стоимости «короткой» позиции по акциям и сопоставив данную величину с остаточной стоимостью маржи, получаем избыток средств в размере 900 дол. (2400 дол. - 50% x 3000 дол. = 900 дол.). Эта сумма заносится в кредит SMA и, как описывалось выше, может быть использована. Всякое использование средств со Специального памятного счета отражается на величине кредитового остатка точно так же, как оно воздействует на дебетовое сальдо на «длинном» счете. Например, изъятие 900 дол. сокращает на эту сумму кредитовое сальдо и остаточную стоимость маржи.

Аналогично разрешается осуществлять дополнительную «короткую» продажу на сумму, в два раза превышающую сальдо (900 дол.) на SMA. В этом случае и кредитовый остаток на маржинальном счете, и рыночная стоимость возрастут на 1800 дол. Если состояние счета до снятия средств со SMA принять таким, как показано выше, после покупки счет будет выглядеть следующим образом:

наличность	7200 дол. (CR)
минус 100 МОТ	<u>4800 дол.</u> (MV)
	2400 дол. (EQ)
SMA = 0	

ДРУГИЕ ТРЕБОВАНИЯ

Нью-Йоркская фондовая биржа с давних пор требует от владельцев маржинальных счетов доказать наличие определенного минимального уровня их финансовых возможностей, прежде чем им будет позволено совершать сделки «на марже». В течение ряда лет этот уровень составлял 2000 дол., депонированных на счете в виде наличных денег или полностью оплаченных ценных бумаг. До тех пор пока клиент не достигнет этого уровня, ему не разрешается пользоваться кредитом и совершать «короткие» продажи ценных бумаг. Это требование направлено против проведения спекулятивных операций теми клиентами, которые не в состоянии правильно оценить и в случае необходимости принять на себя ответственность за присущие таким операциям риски.

Помимо этого первоначального требования биржи и NASD предписывают клиентам поддерживать минимальный уровень средств на маржинальных счетах (эти уровни на различных биржах и фирмах могут быть разными). Требование поддерживать минимальный уровень средств на счете в большей мере защищает брокера, предоставляющего ссуду, нежели клиента, получающего ее. В тех случаях, когда в результате неблагоприятного движения цен на рынке остаточная стоимость маржи клиента опускается до опасно низкого для брокера, выдавшего ссуду наличными деньгами или ценными бумагами, уровня, правила требуют, чтобы клиент внес вариационную маржу (депонировал на

счете дополнительные средства); если он этого не сделает, брокер будет вынужден закрыть позицию.

По «длинным» фондовым позициям минимально допустимая стоимость остаточной маржи должна составлять 25% от рыночной стоимости ценных бумаг. Учитывая, что Правило *T* устанавливает первоначальную маржу на уровне 50% от рыночной стоимости бумаг, очевидно, что инвестор должен очень сильно ошибиться в своих ожиданиях, чтобы получить требование о внесении дополнительного гарантийного депозита. Действительно, великий биржевой спекулянт Джесс Ливермор рассматривал требование о вариационной марже в качестве «единственного по-настоящему серьезного намека» среди всех намеков, получаемых клиентом от своего брокера. Другими словами, требование внести дополнительные средства является для упорного спекулянта последним сигналом, означающим, что рынок отвернулся от него.

Чтобы проиллюстрировать сказанное, предположим, что инвестор открыл у брокера счет, купил 200 акций корпорации «McDonald's Corp.» (MCD) по курсу 60 дол. за акцию и сразу же внес на счет требуемые Правилом *T* 6000 дол. Его счет выглядит следующим образом:

«длинные» 200 MCD @ 60 =	12 000 дол. MV
минус кредит	6000 дол. DR
	6000 дол. EQ
SMA = 0	

Если инвестор на всякий случай пожелает рассчитать опасный для себя уровень остаточной стоимости маржи, он должен разделить дебетовое сальдо счета на величину, дополняющую минимально допустимый уровень средств на счете до 100%. Таким образом, разделив 0,75 на 6000 дол., он получит рыночную стоимость, равную 8000 дол. Следовательно, над клиентом нависнет угроза получения требования внести дополнительные средства лишь тогда, когда рыночная стоимость 200 акций MCD упадет до 8000 дол., т.е. до 40 дол. за акцию:

«длинные» 200 MCD @ 40 =	8000 дол. MV
минус кредит	6000 дол. DR
	2000 дол. EQ

Теперь остаточная стоимость маржи инвестора (2000 дол.) составляет ровно 25% от рыночной стоимости акций (8000 дол.). Любое последующее снижение курса приведет к требованию внесения нового гарантийного депозита и, если клиент требование не выполнит, продаже некоторого числа акций. Среди брокерских фирм на Уолл-стрит стандартной практикой является введение «внутрифирменных» требований, как правило, определяющих минимально допустимую остаточную стоимость маржи в пределах 30—35%. Более высокий уровень минимальной остаточной маржи обеспечивает брокеру большую безопасность и открывает перед ним больший простор для маневров в зависимости от конкретных обстоятельств. Например, хороший и надежный клиент ошибается в определении направления движения цен на рынке, в результате чего остаточная стоимость маржи на его счете опускается существенно ниже установленных 35% и составляет, скажем, около 32%. В этом

случае фирма всегда, по своему усмотрению, может изменить внутренние правила в отношении конкретного клиента и не посылать ему требование о внесении дополнительного гарантийного депозита до тех пор, пока остаточная маржа на его счете будет оставаться выше установленных правилами Нью-Йоркской фондовой биржи 25%.

Требования внесения дополнительных средств должны выполняться быстро. Брокеры обычно настаивают, чтобы клиенты внесли необходимые средства в течение одного-двух дней, и крайне редко соглашаются на более продолжительный срок. Если клиент не может или не желает депонировать дополнительные средства, у брокера не остается иного выхода, кроме продажи части ценных бумаг, достаточной для покрытия вариационной маржи. Очевидно, что при минимально допустимой остаточной марже в 25% продажа каждого доллара ценных бумаг покрывает только 25 центов необходимого дополнительного взноса. Следовательно, брокер будет вынужден продать ценные бумаги, в четыре раза превосходящие своей стоимостью стоимость требуемого дополнительного депозита. Подобные вынужденные ликвидации позиций часто случаются в момент, когда «медвежье» настроение рынка достигает критической точки, так как именно в это время состояние многих маржинальных счетов в одинаковой степени ухудшается и достигает опасного уровня. Результатом продажи ценных бумаг с таких счетов становится дальнейшее падение цен, что в свою очередь порождает необходимость новых дополнительных депозитов и т.д.

Чтобы проиллюстрировать, каким образом сбросы ценных бумаг приводят к еще большим продажам, предположим следующее состояние счета:

«длинные» ценные бумаги =	100 000 дол. MV
минус кредит	<u>78 000 дол. DR</u>
	22 000 дол. EQ

Остаточная стоимость маржи на счете клиента сейчас на 3000 дол. меньше требуемых 25 000 дол., или 25%. Если клиент не покроет вариационную маржу, брокеру, для того чтобы поднять остаточную стоимость маржи до 25%, придется продать ценные бумаги на сумму 12 000 дол. (3000 дол. x 4). Продажа этих бумаг, соответственно, уменьшит и рыночную стоимость, и дебетовый остаток на счете на 12 000 дол., в результате чего остаточная стоимость маржи возрастет:

«длинные» ценные бумаги =	88 000 дол. MV
минус кредит	<u>66 000 дол. DR</u>
	22 000 дол. EQ

Таким образом, остаточная стоимость маржи на счете клиента достигнет 22 000 дол., что составляет ровно 25% от текущей рыночной стоимости (88 000 дол.).

ТРЕБОВАНИЯ К МАРЖЕ ПРИ «КОРОТКИХ» ФОНДОВЫХ ПОЗИЦИЯХ

«Коротким» фондовым позициям внутренне присущи гораздо более высокие риски, нежели «длинным» позициям. В связи этим Нью-Йоркская фондовая биржа требует поддержания более высокой маржи в размере 30% от рыночной стоимости ценных бумаг. На практике из-за непропорциональных рисков при «коротких» продажах ценных бумаг с низким курсом, когда небольшие изменения цены в долларах могут означать громадные изменения в процентном выражении, размеры требуемых гарантийных депозитов при продажах бумаг с ценой менее 5 дол. за акцию достигают их рыночной стоимости или даже превышают ее.

Для того чтобы определить цену, при которой достигается установленный NYSE 30%-й уровень, надо разделить кредитовое сальдо на 130%. Предположим, что клиент имеет открытую «короткую» позицию на 100 акций компании «Atlantic Richfield» (ARC) по цене 50 дол. за акцию. Счет выглядит следующим образом:

наличность	10 000 дол. (CR)
минус 100 ARC	7687 дол. (MV)
	2313 дол. (EQ)

Если цена акций ARC возрастет с текущих 50 дол. до приблизительно $76\frac{7}{8}$ дол. (10 000 дол. CR : 130% = 7692 дол.), остаточная стоимость маржи уменьшится до 30% от текущей стоимости «короткой» позиции. Всякое дальнейшее повышение цены приведет к немедленному требованию внести дополнительные средства.

Маржа в сделках с долговыми ценными бумагами

Некоторые опытные биржевые спекулянты иногда проявляют интерес к покупкам «на марже» долговых ценных бумаг. Правило *To* первоначальной марже распространяется на сделки с конвертируемыми облигациями и облигациями с варрантами на покупку акций эмитента. На сделки с неконвертируемыми корпорационными долговыми обязательствами инвестиционного уровня, муниципальными облигациями и ценными бумагами государства и государственных учреждений США требование Правила *To* первоначальной марже обычно не распространяется, поэтому разница между гарантийным депозитом и «плечом» может быть существенно больше, чем в сделках с акциями. Величина минимально допустимого уровня средств на маржинальном счете клиента здесь устанавливается правилами NYSE или NASD:

- Корпорационные облигации: 20% от рыночной стоимости, или 7% от номинала;
- Муниципальные облигации: больше 15% от рыночной стоимости, или 7% от номинала;
- Государственные облигации: от 1 до 6% от рыночной стоимости, в зависимости от срока погашения (чем ближе срок погашения, тем меньше процент).

При «нормальной» или положительной кривой доходности клиент, как правило, может получить на долгосрочных облигациях процентный доход, превышающий сумму затрат на финансирование позиции («положительный результат поддержания позиции»). Кроме того, «плечо» оказывается более чем в два раза больше, чем при операциях с акциями. Правда, увеличенное «плечо» ведет также к существенному снижению толщины «подушки безопасности», так как дебетовое сальдо на счете может очень значительно превышать остаточную стоимость маржи. В результате даже небольшие курсовые колебания на рынке могут быстро опустить остаточную стоимость маржи ниже минимально допустимого уровня и привести к вынужденной продаже ценных бумаг.

Муниципальные облигации редко покупаются «на марже». Во-первых, брокеры не могут получать и выдавать значительные ссуды под залог облигаций конкретных выпусков, так как рынок этих ценных бумаг не отличается высокой ликвидностью. Внезапное негативное изменение рыночных цен, возможно, оставит брокера с убытками, так как он не всегда может достаточно быстро реализовать обеспечение. Во-вторых, процентный доход по муниципальным облигациям облагается налогом, что не входит в планы тех, кто, например, подумывает о получении кредита под обеспечение недвижимостью и использовании его на покупку портфеля ценных бумаг с не облагаемым налогом доходом.

Опционная маржа

Опционы, которыми торгуют на биржах, в соответствии с *Правилom T* не относятся к ценным бумагам, разрешенным к покупке «на марже». Следовательно, все покупаемые опционы должны оплачиваться полностью. Федеральное законодательство не предусматривает каких-либо различий в сроках оплаты опционов и других ценных бумаг (платеж должен производиться быстро, не позднее чем на седьмой рабочий день с даты сделки). Большинство фирм, однако, придерживается того правила, что расчет должен производиться на следующий после покупки рабочий день Опционной клиринговой палаты (Option Clearing Corporation — OCC), через которую проходят все сделки с обращающимися на бирже опционами. Именно на следующий рабочий день фирмы переводят требуемые суммы в OCC, а клиенты рассчитываются со своими брокерами в течение недели.

С другой стороны, продажа опционов иногда порождает требование внесения гарантийного депозита. Когда степень риска известна, поддерживать маржу по «короткой» опционной позиции не требуется. Обычно это имеет место в случаях покрытой продажи опционов «колл». Например, инвестор купил 100 акций XYZ по курсу 70 дол. и одновременно продал один октябрьский опцион «колл» на акции XYZ по курсу 70 дол. за 500 дол. В этом случае опцион не несет в себе никакого риска. Действительно, если опцион будет исполнен, инвестор получит 500 дол. прибыли. Если курс акций XYZ упадет, инвестор, конечно, потеряет на падении стоимости акций, однако не понесет убытков от продажи опциона, который, очевидно, останется неисполненным. Полученная премия может быть использована на оплату ак-

ций или, если эти акции уже имеются, изъята со счета на следующий день. В приведенном примере клиенту достаточно иметь на наличном счете депозит в размере 6500 дол. (или 3000 дол. на маргинальном счете), и он не получит каких-либо требований внести дополнительные средства в связи с продажей опциона, если только не продаст лежащие в основе опциона акции.

В тех случаях, когда риск не поддается определению, инвестор, открывая «короткую» опционную позицию, обязан разместить на счете гарантийный депозит. Наиболее обычной позицией, к которой применяется данное правило, является непокрытая, или «голая», продажа опциона «колл». Размер первоначальной маржи при «короткой» продаже опционов на обычные ценные бумаги без одновременного открытия «длинной» позиции по соответствующим ценным бумагам (т.е. их покупки) составляет 20% от рыночной стоимости данных бумаг плюс полученная от продажи опциона премия. Ежедневно опционная позиция *сверяется* с рынком, т.е. пересчитывается на основе цен закрытия биржи.

Предположим, что текущий курс акций ABC равен 55 дол. и биржевой спекулянт продает один декабрьский опцион «колл» на акции ABC по курсу 50 дол. за 800 дол. Если у спекулянта нет лежащих в основе опциона акций, его риск не поддается определению. Необходимая первоначальная маржа по этой позиции составит 1900 дол. ($5500 \text{ дол.} \times 20\% = 1100 \text{ дол.} + 800 \text{ дол.}$ премии). Если спекулянту придется исполнять свои обязательства по опциону, положение брокера будет оставаться безопасным, пока курс данных ценных бумаг не поднимется до 69 дол. за акцию. При таком курсе спекулянт будет вынужден купить ценные бумаги на рынке за 6900 дол. и поставить их покупателю опциона всего лишь за 5000 дол.; убытки в этом случае составят 1900 дол. Если же, например, появится предложение купить данные акции по курсу 80 дол. за штуку, весьма вероятно, что опцион «колл» будет немедленно реализован. При этом стоимость маржи на счете клиента окажется явно недостаточной, однако брокеру придется выполнить обязательства по опционному контракту и уже потом добиваться от клиента выплаты недостающей суммы.

Если опцион оказался «вне денег» (т.е. его «внутренняя» стоимость отрицательна) и, следовательно, вероятность его исполнения близка к нулю, разница между ценой исполнения опциона и текущей ценой акций может быть вычтена из стоимости маржи. Например, при текущем курсе акций CDE 100 дол. инвестор может продать один январьский опцион «колл» на эти акции по курсу 105 дол. за 300 дол. Величина маржи в этом случае будет равна 1800 дол. ($10\,000 \text{ дол.} \times 20\% = 2000 \text{ дол.} + 300 \text{ дол.}$ премии минус 500 дол. разницы между ценой исполнения и текущей ценой = 1800 дол.).

В целом аналогичные правила применимы и к опционным позициям «пут», хотя существует несколько различий, и в частности различие в том, что конституирует «покрытость» продажи опциона «пут» в отличие от «покрытости» продажи опциона «колл». Все позиции, связанные с игрой на разнице (спредах), должны обязательно гарантироваться депозитами на маргинальных счетах. Это относится и к тем случаям, когда риск по некоторым из таких позиций заранее известен, как, например, при типичной игре на ценовой, или «денежной», разнице.

Сделки с индексными опционами гарантируются тем же способом, за исключением того, что маржа составляет 10% вместо 20%. Многие инвесторы понесли значительные убытки во время биржевого спада в октябре 1987 г., когда надписанные ими «голые» опционы «пут» оказались «в больших деньгах» и были быстро исполнены. Инвесторам пришлось «покупать» индекс по ценам, существенно превышающим тогдашний текущий рыночный уровень. В то время базовый множитель при определении величины маржи равнялся 5%, и многие инвесторы были убеждены, что такие дешевые сделки позволят им постоянно собирать премии с рынка, который, казалось, мог только расти. Остается надеяться, что урок пошел впрок или по крайней мере был хорошо преподан. Изощренные опционные сделки такого рода лучше оставить за профессионалами.

Проценты по маржинальным счетам

Проценты, которые брокеры взимают с клиентов за пользование кредитом, являются для них весьма существенным источником дохода. Например, если разница между финансовыми издержками брокеров и ставкой, по которой они кредитуют клиентов, составит всего 1%, общая сумма дебетовых сальдо маржинальных счетов, равная, как упоминалось выше, почти 28 млрд дол., принесет им в целом по отрасли около 280 млн валового дохода.

Стандартное кредитное соглашение предусматривает, что брокер закладывает (перезакладывает) купленные клиентом «на марже» ценные бумаги банку в качестве обеспечения брокерской ссуды, или ссуды до востребования. В свою очередь брокер поднимает ставку по ссуде и финансирует клиента. Ссуды выдаются на условиях «до востребования», т.е. должны погашаться по первому требованию, однако в действительности это происходит редко. Из-за того, что эти ссуды обеспечены ликвидными ценными бумагами, они считаются вполне надежными и обычно выдаются под процент, который ниже банковской ставки для первоклассных заемщиков.

Передавая ссуду клиенту, брокеры, как правило, поднимают ставку по меньшей мере на $1/2\%$, а часто и значительно больше. Под наиболее низкий процент обычно получают ссуды клиенты, имеющие наибольшее дебетовое сальдо на счетах. Клиенты же, имеющие меньшее дебетовое сальдо, скажем, в пределах 10 000 дол., вынуждены платить на 2% и более по сравнению с минимальной ставкой. Однако даже в этом случае ставка оказывается ниже той, что устанавливается банками и другими кредиторами для некорпоративных заемщиков.

В настоящее время брокеры уже не зависят от банков в финансировании клиентских операций «на марже». Развитие рынка финансовых услуг открыло перед ними новые источники средств. Например, крупные брокерские фирмы, подобные «МеггШ Lunch», могут привлекать средства путем продажи так называемых коммерческих бумаг и других разновидностей долговых инструментов. Такой тип финансирования зачастую оказывается для брокеров более дешевым по сравнению с банковскими ссудами до востребования. Тем не менее брокеры по-прежнему привязывают ставки по предоставляемым клиентам ссудам к публикуемым ставкам по кредитам до востребова-

ния, таким образом успешно увеличивая разницу между тем, что они платят за средства, и тем, что платят клиенты. С точки зрения брокеров, никогда еще маржинальные счета не были столь прибыльными.

Крупные фирмы розничной торговли фондовыми ценностями обычно не стремятся проявлять большую гибкость в отношении процентных ставок, поэтому попытки договориться с ними о более благоприятных по сравнению с указанными ставках могут оказаться безуспешными. Вместе с тем мелкие брокеры с большей готовностью идут на переговоры, поэтому клиент, имеющий относительно небольшой, но активный счет, вероятнее всего, сумеет добиться для себя более низкой ставки; брокер при этом исходит из того, что его доход в данном конкретном случае будет больше зависеть от комиссий, нежели от процентов по ссудам.

Ставки по ссудам до востребования, так же как и другие ставки денежного рынка, регулярно изменяются, поэтому, когда в ежемесячной выписке о состоянии счета клиент обнаруживает две и более ставки, использованные в течение одного месяца, в этом нет ничего необычного. Действительно, в конце 70-х годов, когда процентные ставки были крайне неблагоприятны и изменчивы, многие владельцы маржинальных счетов платили за кредит более 20% годовых. В этих условиях только чрезвычайно удачливые инвесторы могли покрыть операционные издержки и процентные выплаты и при этом получить прибыль.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ БАНКОВ

Термин *«инвестиционная деятельность банков»* (investment banking) всегда рассматривался как не соответствующий тому, что он описывает, однако развитие финансовой сферы показало его точность. Коммерческая банковская деятельность состоит главным образом из принятия вкладов и выдачи кредитов под большие проценты по сравнению с начисляемыми на вклады. Таким образом, банки извлекают прибыль из разницы в процентных ставках, разницы между стоимостью денег (начисляемой на вклады) и доходом от активов (проценты, взимаемые по кредитам). Механизм инвестиционной деятельности банков широкой публике менее известен. На протяжении многих лет на инвестиционной деятельности специализировались немногие престижные и высокоприбыльные товарищества. Инвестиционная банковская деятельность включает в себя гарантирование новых выпусков ценных бумаг, вспомогательную функцию консультирования клиентов о том, какие виды ценных бумаг следует эмитировать, и консультации по поводу того, когда и как начать размещение (предложить рынку новые ценные бумаги).

В 20-е годы все эти функции часто объединялись. Великий биржевой крах изменил это положение радикальным образом. Многие банки в то время активно пользовались деньгами вкладчиков, помещая их на рынке в спекулятивные ценные бумаги и гарантируя спекулятивные выпуски: Когда в 1929 г. произошел крах фондового рынка, большое число банков обанкротилось главным образом из-за подобной практики. Вкладчики, поместившие свои деньги в банки, которые они считали надежными институтами, вдруг обнаружили, что все их сбережения, часто накопленные за всю жизнь, просто исчезли. В то время не существовало федерального законодательства, способного защитить интересы вкладчиков.

Конгресс действовал со всей решительностью, присущей первым годам «Нового курса». В 1933 г. был принят Закон Гласса—Стиголла, направленный на решение именно этих проблем. В целях защиты интересов всех вкладчиков коммерческих банков в случае банкротства была создана Федеральная корпорация страхования депозитов (The Federal Deposit Insurance Corporation). Кроме того, закон отделил коммерческие банки от их занятых инвестиционной деятельностью филиалов, в результате чего банки уже не могли исполь-

зовать деньги вкладчиков в спекулятивных целях, например, вкладывая их на фондовом рынке. В настоящее время мы можем ощутить несколько искаженные последствия действия этого закона в виде кредитования банками за счет денег вкладчиков таких «надежных» заемщиков, как суверенные государства Бразилия и Аргентина.

По Закону Гласса—Стиголла был разделен «Дом Моргана» — крупнейший американский финансовый институт. Коммерческими банковскими операциями стал заниматься «Morgan Guaranty Trust», один из ведущих банков в сфере оптового банковского бизнеса; гаранты размещения ценных бумаг, входившие ранее в «Дом Моргана», сформировали новое товарищество «Morgan Stanley and Сотрапу». Кроме того, от «First National Bank of Boston» отделились инвестиционные банкиры, создавшие фирму, которая в настоящее время называется «First Boston Corporation». До сих пор на Уолл-стрит принято называть эту фирму «First of Boston» или FOB, что напоминает о ее банковском происхождении.

Закон сохранил за коммерческими банками право заниматься гарантированием новых выпусков и куплей-продажей муниципальных облигаций, обеспеченных общей (безусловной) гарантией штатных или муниципальных властей, и некоторых инструментов денежного рынка. Однако инвестиционная банковская деятельность, связанная с ценными бумагами корпораций и большинством муниципальных облигаций, основной долг и проценты по которым выплачиваются из доходов от финансируемых с их помощью проектов, оказалась для коммерческих банков закрытой. «Новые» инвестиционные банковские фирмы объединились с некоторыми старыми фирмами, которые никогда не были связаны с коммерческими банками, например с товариществами «Goldman, Sachs», «Lehman Brothers* и «Kuhn, Loeb», и в результате заняли доминирующее положение в данном секторе финансового бизнеса на последующие 30 лет.

В 60-х годах инвестиционное банковское сообщество являлось чем-то вроде клуба и представляло собой небольшую группу взаимопереплетенных товариществ, опирающихся преимущественно на старые школьные и университетские связи и традиционные взаимоотношения, поддерживаемые на протяжении поколений. Инвестиционный банковский бизнес считался престижным, прибыльным и эксклюзивным. Инвестиционный банк просто не мог переманить клиента другой фирмы, даже если это и было для него выгодно. Однако этот бизнес оказался весьма уязвимым для агрессивной конкуренции со стороны других фирм. Новые фирмы все настойчивее прорывались в эту сферу и в конце концов также стали членами «клуба». Первой из таких фирм была «МеггШ Lynch». Ее разветвленная дистрибьюторская система розничной торговли ценными бумагами позволяла ей размещать новые выпуски акций практически во всех крупных городах США и в ряде более мелких городов. Эмитенты традиционно отдают предпочтение именно широкому распространению акционерной собственности: во-первых, по причине того, что мелкие акционеры, как правило, являются более лояльными, терпеливыми и долгосрочными владельцами по сравнению с институциональными инвесторами, и, во-вторых, из-за того, что распыление акций среди многих держателей затрудняет потенциальным претендентам на контроль над компанией

формирование крупных пакетов акций. Хотя «Merrill Lynch» добилась больших успехов в получении значительных частей в гарантийных синдикатах, ей до середины 80-х годов не удавалось стать ведущим менеджером и главным консультантом по новым выпускам наиболее престижных компаний — «голубых фишек».

После получения «Merrill Lynch» «членства в клубе» за ней последовали другие изначально ориентированные на розничную торговлю ценными бумагами фирмы, страстно желающие приобщиться к весьма доходной в то время деятельности инвестиционного банка. В борьбу за членство в «клубе» включились «E.F. Hutton» (позднее слившаяся с «Shearson Lehman»), «Dean Witter», «Prudential Securities» (бывшая «Prudential-Bache»), «PaineWebber» и некоторые другие фирмы. Ни одна из них так и не смогла достичь равного положения с давно устоявшимися и общепризнанными инвестиционными банковскими фирмами.

Некоторые другие компании достигли успеха за счет проведения агрессивной ценовой политики и использования новых методов финансирования. Среди них заслуживает упоминания фирма «Salomon Brothers*». Применяя специально разработанные фирменные методы анализа рынков ценных бумаг с фиксированным доходом, компания эволюционировала из типичного «институционального облигационного дома» в гаранта размещения ценных бумаг, доминировавшего на рынке гарантирования новых выпусков с 1980 по 1987 г. Совершенно иным путем развивалась компания «Drexel Burnham Lambert». Она никогда не была членом «клуба», однако в 1980-х годах, господствуя на рынке «мусорных» облигаций, представляла собой внушительную силу. Благодаря своему опыту в организации такого рода финансирования она в те времена «перегрева» и «перекредитования» экономики стала любимой компанией «налетчиков» на корпорации и инвесторов, покупающих корпорации за счет заемных средств. Затем эта фирма внезапно развалилась, и одной из основных причин ее гибели стало обвинение ее ключевых руководителей в незаконных операциях с ценными бумагами на основе «внутренней» информации о деятельности компаний-эмитентов. Однако даже если бы этого не произошло, вероятные изменения на рынке «мусорных» облигаций, на котором, собственно, и выросла фирма, в любом случае должны были самым негативным образом отразиться на ее бизнесе.

Некоторые фирмы попытались купить себе место в элитном «клубе». Все такие попытки оказались безуспешными. «Bache and Сотрапу» провела ряд последовательных слияний, одно из которых произошло с ведущим гарантом организации и размещения новых выпусков — фирмой «Halsey Stuart» из Чикаго. В конце концов поглощенная и переименованная компанией «Prudential Insurance Сотрапу», эта фирма, ныне известная под названием «Prudential Securities*», в 1991 г., после многолетних безрезультатных усилий и многомиллионных затрат, отказалась от попыток войти в число крупнейших инвестиционных банков. Усилия, предпринятые компанией «Paine Webber*», оказались более плодотворными, хотя и эта фирма не смогла вступить в «клуб» инвестиционных банков. Слияние с гарантийным домом «Blyth Eastman Dillon», который и сам образовался в результате слияний, открыло этой ориентированной преимущественно на розничные операции с ценными бумагами фирме

доступ на рынок инвестиционных банковских услуг и даже обеспечило ей некоторое присутствие на нем.

Внутренние разногласия между партнерами поставили одну из старейших и известнейших в американском финансовом мире фирм, «Lehman Brothers, Kuhn Loeb», на грань банкротства. В итоге товарищество было продано фирме «Shearson», являющейся подразделением компании «American Express». В настоящее время результаты этой продажи оцениваются противоречиво. Многие из партнеров, работавших ранее в «Lehman Brothers», не смогли привыкнуть к корпоративным порядкам в крупной розничной брокерской фирме, лишившим их свободы действий, и покинули компанию, основав свои собственные фирмы или перейдя в более мелкие компании. В 1988 г. новое объединение «Shearson Lehman» бросило вызов признанному «финансовому супермаркету» «Merrill Lynch», поглотив «E.F. Hutton & Company», фирму, страдавшую от ошибок в управлении, но, тем не менее, располагавшую большими возможностями на рынке и значительным числом первоклассных розничных клиентов. Очевидно, что «Shearson» заплатила за это поглощение слишком высокую цену, и позднее ей пришлось потратить беспрецедентную за всю историю Уолл-стрит сумму в размере около 1 млрд дол. на собственную реструктуризацию. Только рекапитализация*, проведенная материнской корпорацией «American Express», позволила фирме выжить. Однако в ходе процесса реструктуризации «Shearson» была разделена на брокерскую фирму розничной торговли ценными бумагами и инвестиционное банковское подразделение, которое получило прежнее название «Lehman Brothers». Сейчас в «надгробных памятниках» (объявлениях в финансовой прессе о сумме и участниках нового займа после завершения организационного периода) участие «Shearson» скрывается под именем «Lehman Brothers».

Среди наиболее известных инвестиционных банков самыми успешными считаются «Morgan Stanley» и «Goldman, Sachs». Отчасти из-за своей репутации наследника «Дома Моргана» компания «Morgan Stanley» было что терять в результате обостряющейся конкуренции. И действительно, некоторые из ее самых престижных и давних клиентов, например IBM и «Exxon», начали консультироваться и проводить операции в «Salomon Brothers», «Merrill Lynch» и нескольких других фирмах. Ответом «Morgan Stanley» стало существенное повышение технического уровня подготовки и проведения слияний и поглощений и активизация в сфере размещения ценных бумаг, особенно долговых, выпускаемых для финансирования поглощений. Компания одной из первых начала заниматься поглощениями, финансируемыми за счет выпуска новых акций или облигаций, и приняла участие в нескольких наиболее прибыльных операциях такого рода, в частности в сделке «Cain Chemical».

В отличие от «Morgan Stanley», которая до 80-х годов на протяжении многих лет господствовала среди гарантов организации и размещения новых выпусков, компания «Goldman, Sachs» никогда не была лидером в этой сфере бизнеса. Являясь одной из последних на Уолл-стрит фирм, не отличающихся четко выраженной специализацией, она всегда имела высокую репутацию во всех секторах индустрии ценных бумаг. Она не могла составить се-

* Изменение структуры оплаченного капитала компании. — Прим. ред.

резную конкуренцию «Salomon Brothers»* в торговле ценными бумагами и уступала «Morgan Stanley»* в организации и проведении слияний и поглощений. Тем не менее эта компания почти не имеет слабых мест и остается одной из самых прибыльных фирм, занятых в индустрии ценных бумаг.

Положение «First Boston Corp.» совершенно иное. Это одна из старейших на Уолл-стрит фирм, оказывающая существенное влияние на евторынки (через свое участие в филиале) и являющаяся одним из лидеров сектора организации слияний и поглощений. Она активно участвует в поглощениях, финансируемых за счет новых выпусков ценных бумаг. Для завершения некоторых из подобных операций брокеры этой фирмы предоставляли группам поглощения «промежуточные» кредиты из собственных средств в надежде на скорый возврат займа в результате выпуска и размещения «мусорных» облигаций. После обвала рынка «мусорных» облигаций «First Boston» была поставлена перед фактом невозвращения ряда «промежуточных» кредитов, в числе которых был и особенно крупный кредит, выданный канадскому финансисту Роберту Кампо. Финансовое положение компании оказалось очень серьезным, и ей срочно понадобилась помощь крупного швейцарского банка «Credit Suisse», имеющего долю в ее капитале. Защищая свои собственные интересы, «Credit Suisse» приобрел контрольное участие в «First Boston» и предоставил фирме капитал, вполне достаточный для восстановления ее способности конкурировать с основными соперниками.

Помимо уже названных инвестиционным банковским бизнесом занято много других фирм. Так, коммерческие банки научились эффективно обходить положения Закона Гласса—Стиголла и сейчас играют в этом секторе индустрии ценных бумаг весьма заметную роль. Среди прочих инвестиционной банковской деятельностью активно занимаются банки «J.P. Morgan», «Bankers Trust», «Citibank» и «Chase Manhattan», причем наибольших успехов добились первые два. Другие фирмы осваивают небольшие рыночные «ниши». Некоторые из таких фирм являются мелкими «лавками», созданными инвестиционными банкирами, покинувшими крупные фирмы. Кроме того, существует немало фирм среднего размера, специализирующихся на розничной торговле ценными бумагами, примерами которых являются компания «Dean Witter» и ряд фирм, пользующихся хорошей репутацией на региональных рынках. Ограничившись более скромной ролью, все эти фирмы и не пытаются конкурировать с гигантами отрасли.

ГАРАНТИРОВАНИЕ РАЗМЕЩЕНИЯ НОВЫХ ВЫПУСКОВ

В бизнесе с ценными бумагами гарантирование — это предоставление эмитенту гарантий того, что от конкретной продажи ценных бумаг будет получена определенная минимальная сумма денег. Это позволяет эмитенту планировать распределение капитала, который предстоит мобилизовать, не опасаясь того, что весь выпуск ценных бумаг окажется нераспроданным. Некоторые инвестиционные банковские фирмы соглашаются предоставить гарантии на значительную сумму, тогда как другие ограничиваются относительно небольшими суммами. Например, главные инвестиционные банки, о которых мы говорили выше, часто выступают в качестве крупных гарантов размещения

ценных бумаг. Некоторые другие известные фирмы, например «Lazard Freres» и «Dillon Read», обычно соглашаются быть гарантами лишь нескольких тщательно подготовленных новых выпусков в год.

Некоторые мелкие эмитенты пытаются привлечь капитал самостоятельно, давая, например, объявления о «надгробных памятниках»* или используя более агрессивные методы, такие, как прямая рассылка рекламы по почте, публикация объявлений в приложениях к газетам и даже размещение рекламы на радио и телевидении. Более крупные эмитенты, однако, предпочитают обращаться к инвестиционным банкам, которые для распространения нового выпуска по всей стране или даже за рубежом формируют синдикаты.

Гаранты подписывают с эмитентом договор на покупку нового выпуска непосредственно у корпорации по определенной цене, что гарантирует эмитенту получение необходимых средств. Сразу же после этого гаранты и их филиалы начинают публичное размещение данных ценных бумаг по цене, несколько превышающей ту, по которой они купили их у эмитента. Если выпуск раскупается хорошо, гаранты получают значительную прибыль. В случае неудачи, они несут не менее значительные убытки. Причиной неудачи может быть слишком высокая, по мнению инвесторов, цена предложения, что обычно указывает на не соответствующие реальному положению дел запросы эмитента, на ошибку гарантов в определении цены или на то и другое. Кроме того, неудача может быть вызвана резким падением цен на рынке в момент начала размещения нового выпуска; в этом случае, каким бы привлекательным ни было предложение нового выпуска до падения цен, инвесторы постараются избежать принятия на себя новых обязательств и спрос на новые ценные бумаги окажется близким к нулю. Перспективные покупатели при этом обоснованно полагают, что они смогут купить эти ценные бумаги дешевле на вторичном рынке.

Регулирование

До завершения процесса подписания договора гарантирования эмитент и инвестиционные банки должны соблюсти положения Закона о ценных бумагах 1933 г. Этот закон, а также дополняющий Закон о ценных бумагах и биржах 1934 г. (раздел 17) направлены на защиту интересов покупателей новых выпусков ценных бумаг и требуют предоставления полной финансовой информации. «Полное раскрытие информации» достигается тем, что эмитент, прежде чем продавать новый выпуск, должен зарегистрировать его в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Кроме того, перспективный покупатель ценных бумаг нового выпуска, находящегося в процессе регистрации, должен получить «копченую селедку» — предварительный вариант проспекта эмиссии, подготовленный на основе информации, содержащейся в регистрационном документе (заявлении на регистрацию выпуска). Происхождение термина «*копченая (красная) селедка*» (*red herring*) по крайней мере частично можно объяснить тем, что в левой части этого документа красным цветом печатается надпись, предупреждающая, что соответствующий регистраци-

* Это название связано с лаконичностью объявления о размещении эмиссии. — Прим. ред.

онный документ подготовлен и в настоящее время находится на рассмотрении в SEC.

Если компания впервые предлагает свои ценные бумаги к публичному размещению, срок между подачей заявления о регистрации выпуска и действительным началом продажи ценных бумаг может составлять 20 дней и даже больше, если SEC завалена подобными заявлениями. Для эмитентов, ценные бумаги которых уже давно хорошо известны на рынке, этот срок оказывается значительно короче и может измеряться всего одним-двумя днями.

В регистрационном документе должна содержаться подробная финансовая информация о новом выпуске. Важно помнить, что SEC не занимается определением уровня инвестиционного качества регистрируемого выпуска. В самом деле, если из факта регистрации нового выпуска делается вывод о том, что этот выпуск одобрен или поддержан комиссией, это будет считаться серьезным нарушением федерального законодательства. Тем не менее регистрация означает, что инвесторы получили достаточную информацию о новом выпуске, чтобы обоснованно принимать свои решения. Если какие-либо сведения в регистрационном документе окажутся ложными и инвесторы, принявшие решение о покупке ценных бумаг на основе этой информации, понесут убытки, те, кто представил ложные сведения, будут привлечены к уголовной и гражданской ответственности.

Информация из заявления о регистрации передается инвесторам в виде сокращенного документа, называемого *проспектом (prospectus)*. Проспект в целом аналогичен упомянутой выше «копченой селедке», однако дает более полное представление о выпуске, включая окончательные условия предложения ценных бумаг, такие, как цена, купонная ставка и различные другие условия, которые были не определены на момент подачи регистрационного документа. Проспект должен быть направлен каждому из потенциальных покупателей ценных бумаг нового выпуска, и, если эмитент не выполнит это правило, продажа может быть признана недействительной. Большинство гарантов прилагают копию проспекта к подтверждению о продаже.

ИСКЛЮЧЕНИЯ

На ряд выпусков требование «полного раскрытия информации» не распространяется. Ценные бумаги, выпущенные центральным правительством или его учреждениями, не подпадают под действие данного закона, и, следовательно, новые выпуски этих бумаг, предназначенные к публичному размещению, не подлежат регистрации. Точно так же этот закон не распространяется на муниципальные ценные бумаги, хотя в отношении многих властей штатов и других эмитентов муниципальных ценных бумаг действует правило, согласно которому потенциальные покупатели новых выпусков должны получить от них документ, сходный с проспектом и называемый *официальным документом (official statement)*.

Другими исключениями, на которые не распространяется действие данного закона, являются: выпуски, предназначенные к частному размещению (т.е. без публичного предложения), выпуски, размещаемые только в пределах одного штата, «коммерческие» бумаги со сроком обращения менее 270 дней и некоторые ценные бумаги, предлагаемые транспортными компания-

ми общего пользования (как правило, доверительные сертификаты на оборудование). *

В связи с изложенным покупатели таких ценных бумаг не могут возбудить в федеральном суде дело по поводу недостоверности информации, содержащейся в официальном документе или каком-либо ином проспекте выпуска (если они его вообще получали). Однако всегда следует помнить, что проспект зарегистрированного выпуска сам по себе не является гарантией высокого инвестиционного качества ценных бумаг или одобрением Комиссией по ценным бумагам и биржам их продажи. Хотя закон и призван охранять интересы инвесторов, он не может защитить человека от его собственной глупости, если тот продолжает скупать ценные бумаги нового выпуска даже после изучения проспекта эмиссии, показавшего инвестиционную ненадежность бумаг.

ПРАВИЛО 415 КОМИССИИ ПО ЦЕННЫМ БУМАГАМ И БИРЖАМ («РЕГИСТРАЦИЯ НА ПОЛКЕ»)

На основании Правила 415 Комиссия по ценным бумагам и биржам разрешает некоторым опытным эмитентам, отвечающим определенным критериям, заранее регистрировать новые выпуски. Правило было принято в ноябре 1983 г. Оно позволяет эмитенту зарегистрировать новый выпуск задолго до его предполагаемого размещения и ожидать наиболее благоприятных рыночных условий для начала продажи. Неустойчивость процентных ставок и фондовых рынков в начале 80-х годов мешала правильно определить наиболее благоприятное для продажи нового выпуска время. Например, когда процентные ставки достигали нужного уровня, эмитент подавал регистрационный документ; однако к тому времени, когда он получал от комиссии разрешение на размещение ценных бумаг, ставки уже изменились и становились неподходящими для него.

Таблица 14-1. Крупнейшие в мире гаранты размещения долговых инструментов и акций (1990 г.)

Менеджер	Сумма, млрд дол.	Доля на рынке,%	1989
			Доля на рынке,
«Merrill Lynch»	60,3	12,0	10,0
«Goldman, Sachs»	46,1	9,2	9,0
«First Boston»*	44,8	8,9	9
«Salomon Brothers»*	37,4	7,5	6,9
«Morgan Stanley»*	33,3	6,6	6,8
«KJdder Peabody»	22,0	4,4	1,9
«Lehman Brothers»*	22,0	4,4	5,0
«Nomura Securities»*	20,5	4,1	6,5
«Bear Stearns»*	20,3	4,1	3,3
«Deutsche Bank»*	15,7	3,1	1,9
ВсеЮ	322,4	64,4	60,4
Вся отрасль	501,2	100,0	100,0

Источник: Securities Data Corp., *The Wall Street Journal*, January 2, 1990, p. R21.

Правило 415 открыло перед эмитентами возможность быстро реагировать на условия рынка. Как только на рынке образуется благоприятное «окно», эмитент немедленно передает свой заранее зарегистрированный выпуск инвестиционным банкирам, которые уже готовы начать продажу ценных бумаг инвесторам. Решительность и наличный капитал, необходимые для столь быстрых действий, были совершенно не характерны для традиционных инвестиционных банкиров, поэтому появление в верхней части списка крупнейших инвестиционных банков (см. табл. 14-1) агрессивных и лучше обеспеченных капиталом фирм во многом обусловлено именно разрешенной Правилom 415 «регистрацией на полке». Действительно, правило дало таким фирмам возможность действовать гораздо стремительнее, чем обычно. Сейчас, когда Правило 415 стало уже неотъемлемым фактором рынка инвестиционных банковских услуг, традиционный гарантийный синдикат теряет свое значение и уходит в прошлое, так как большинство отложенных размещений новых выпусков производится одним или двумя инвестиционными банками, выкупающими их у эмитентов, не прибегая к помощи других фирм. *

ПУБЛИЧНОЕ РАЗМЕЩЕНИЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

Ниже представлено краткое описание типичного гарантирования размещения нового выпуска ценных бумаг корпорации, зарегистрированного обычным путем, т.е. с подачей заявления о регистрации до наступления ожидаемой даты предложения рынку новых ценных бумаг, и даже с учетом того, что эта дата до начала действительной продажи выпуска может измениться. Предложения новых выпусков такого рода называют «договорными», так как инвестиционные банки частным образом договариваются об условиях размещения ценных бумаг с эмитентом. В некоторых случаях (отличных от сделок между эмитентами и гарантами размещения, заключаемых по Правилu 415) право на размещение ценных бумаг корпораций предоставляется по итогам публичных торгов (тендеров), в ходе которых потенциальные гаранты конкурируют между собой, стараясь предложить эмитенту наиболее выгодные условия. Подобным методом обычно выбираются гаранты размещения обыкновенных акций некоторых холдинговых компаний сектора коммунальных услуг и доверительных сертификатов на оборудование железнодорожных компаний. Кроме того, на основе подачи конкурентных заявок осуществляется продажа подавляющей части новых выпусков муниципальных облигаций, обеспеченных безусловной гарантией штатных или муниципальных властей.

Начало размещения

Первым шагом к размещению нового выпуска ценных бумаг является серия переговоров между руководством корпорации и инвестиционными банками. Хотя каждое конкретное предложение нового выпуска может быть «договорным», это не означает отсутствия конкуренции между вероятными гарантами размещения. Как правило, эмитент, прежде чем выбрать фирму—организатора (менеджера) публичного размещения, старается ознакомиться с предложениями нескольких конкурирующих между собой групп инвестиционных

банков. У фирмы, не сумевшей пройти отбор и стать менеджером размещения какого-либо конкретного выпуска ценных бумаг, обычно всегда остается возможность принять участие в продаже этих ценных бумаг на правах ко-менеджера или гаранта.

Прежде чем выпускать новые ценные бумаги, необходимо разрешить два ключевых вопроса: (1) какую сумму средств необходимо привлечь эмитенту? (2) какой тип ценных бумаг в наибольшей степени отвечает текущим потребностям рынка? Например, акции гораздо легче продавать, когда на рынке господствуют «быки» и курсы растут. Напротив, популярность облигаций возрастает, когда цены на фондовом рынке начинают падать и инвестиции в акции теряют свою привлекательность. Если корпорация решает выпускать облигации, сразу же возникает ряд других вопросов: должны ли эти облигации быть долгосрочными (20—30 лет) или среднесрочными; с фиксированной или «плавающей» процентной ставкой; с правом досрочного погашения эмитентом или без такового права; конвертируемыми в акции или «прямыми» (неконвертируемыми)? Эмитенты стремятся всеми доступными средствами повысить привлекательность своих облигаций в глазах инвесторов, поэтому сейчас условия облигационных займов чрезвычайно усложнились, а обычные «старомодные» двадцатилетние облигации, не отличающиеся какими-либо особыми характеристиками, становятся большой редкостью.

После того как соглашение между эмитентом и инвестиционными банками достигнуто, стороны начинают готовить документацию, необходимую в соответствии с требованиями различных законов и правил, регулирующих продажу ценных бумаг. Естественно, в число документов входит и направляемый в Комиссию по ценным бумагам и биржам регистрационный документ. Кроме того, корпорация-эмитент должна выполнить требования «законов голубого неба» (законов ряда штатов, предназначенных для защиты от мошенничества в области эмиссии и торговли ценными бумагами) и произвести регистрацию выпуска во всех штатах, на территории которых он будет размещаться, а также направить документы с информацией о новом выпуске в Комитет по финансированию корпораций NASD. Комитет тщательно изучает предложенный инвестиционным банком план размещения эмиссии, причем особое внимание уделяется различным необычным компенсационным соглашениям, которые могут ущемлять интересы покупателей ценных бумаг.

Формирование синдиката

Одновременно с процедурой оформления нового выпуска и подготовкой документации главный гарант (underwriter) размещения приступает к формированию синдиката. *Синдикатом (syndicate)* называют временное объединение предпринимателей, целью которого является распределение риска предложения новых ценных бумаг таким образом, чтобы в случае неблагоприятной конъюнктуры на рынке ни одна из фирм-гарантов не понесла крупных убытков. Парадоксально, что, хотя размеры новых выпусков значительно возросли, размеры гарантийных синдикатов довольно резко уменьшились. Например, до 1980 г. синдикаты, гарантирующие размещение крупных выпус-

ков, скажем, на сумму от 300 до 400 млн дол., насчитывали 200 и более участников. В настоящее время число участников синдиката, размещающего подобный выпуск, в среднем не превышает 60 фирм; часто в синдикат входит гораздо меньше участников.

Например, объявление «надгробный памятник», показанное на рисунке 14-1, иллюстрирует публичное размещение эмиссии, сумма которой в прошлом могла бы показаться исключительно большой, однако сейчас ни у кого не вызывает удивления. Отчасти это объясняется инфляционной эрозией стоимости доллара, в результате которой объемы новых выпусков выросли, но в действительности остались вполне сопоставимыми с меньшими объемами выпусков десятилетней давности.

This announcement is neither an offer to sell nor a solicitation of an offer to buy these securities.
The offer is made only by the Prospectus Supplement and the related Prospectus.

New issue / December 11, 1991

The logo for Arizona Public Service Company, consisting of the letters 'APS' in a bold, stylized, sans-serif font.

\$150,000,000

Arizona Public Service Company

First Mortgage Bonds. 9% Series due 2021

Price 98.875% and accrued interest from December 15, 1991

Copies of the Prospectus Supplement and the related Prospectus may be obtained in any State in which this announcement is circulated only from such of the undersigned as may legally offer these securities in such State.

Salomon Brothers Inc

The First Boston Corporation

Goldman, Sachs & Co.

J.P. Morgan Securities Inc.

Менеджеры и ко-менеджеры

Задача организации синдиката возлагается на менеджера, обычно на фирму, которая выступает инициатором сделки. В ряде случаев менеджеру помогает ко-менеджер и даже несколько ко-менеджеров. Хотя фирмы часто ожесточенно конкурируют за право стать менеджером какого-либо конкретного выпуска, те, кто в этой борьбе проигрывает, как правило, соглашаются на другие роли в процессе размещения. Если размещение выпуска проходит успешно, в выигрыше оказываются все участвующие в нем фирмы. Однако если с размещением выпуска возникают какие-либо трудности, всегда найдется множество фирм, утверждающих, что они справились бы с задачей менеджера лучше.

Иногда эмитент, помня об успехах размещения прошлых выпусков, сразу выбирает на роль менеджера инвестиционный банк, с которым он давно работает. Однако все чаще на роль менеджера может рассчитывать фирма, выдвинувшая новые идеи по поводу размещения выпуска либо предложившая новые методы. Сейчас очень немногие эмитенты настолько привязаны к своему инвестиционному банку, что даже не соглашаются выслушать интересные предложения от других фирм.

Роль менеджера дает фирме право решать, кого пригласить принять участие в синдикате. Изредка эмитент настаивает на том, чтобы менеджер пригласил на роль ко-менеджера определенный инвестиционный банк, который, по мнению эмитента, не смог бы справиться самостоятельно с функциями менеджера из-за недостатка опыта в размещении или слишком большого объема выпуска. Поскольку менеджеры подписываются на наибольшую часть выпуска и, следовательно, могут рассчитывать на получение подавляющей части прибыли, они, как правило, не склонны делить свою славу с другими, за исключением тех случаев, когда это может существенно помочь в размещении эмиссии.

Менеджер не получает какого-либо дополнительного вознаграждения за свою работу. Все расходы по размещению, понесенные синдикатом, распределяются между его участниками пропорционально их долям в выпуске. Однако, контролируя поток заявок на приобретение ценных бумаг и распределение выпуска, менеджер получает очень ценную информацию. Кроме того, успех размещения эмиссии часто ведет к тому, что восхищенный действиями менеджера эмитент приглашает его на роль менеджера нового выпуска; другие эмитенты также нередко готовы отдать роль менеджера той фирме, которая уже добивалась успеха в размещении ценных бумаг.

Хотя двух абсолютно одинаковых синдикатов не существует, «синдикатные конторы» фирм-гарантов тесно взаимосвязаны и, в целом, всегда знают, каких действий можно ожидать от каждой из фирм и какой капитал эти фирмы готовы вложить. Как уже говорилось, менеджеры берутся разместить большую часть выпуска; доли других участников синдиката прогрессивно уменьшаются. Точный размер доли каждого из участников определяется, исходя из успешности его действий в размещении прошлых выпусков при сходных обстоятельствах. В связи с тем что успешная продажа новых ценных бумаг может быть весьма прибыльной, каждый из участников синдиката стремится

получить максимальную долю в выпуске. На практике участия в гарантировании нового выпуска разделены на категории (brackets) (см. ниже), и для любой инвестиционной банковской фирмы пробиться в высшие категории — это задача невероятной сложности. Без слов понятно, что фирмы высших категорий стараются не подпускать новых претендентов к своему куску пирога.

Синдикаты редко оказываются в состоянии выкупить у эмитента весь выпуск ценных бумаг исключительно за счет собственного капитала участников. В значительной степени полагаются на краткосрочное привлечение заемных средств, величина которых часто достигает 80—90% стоимости выпуска. Соответственно, существенно возрастают как риск, так и вознаграждение в случае успеха. Невозможность продать ценные бумаги по согласованной цене в конечном счете вынуждает синдикат начать продажу по ценам ниже той, по которой он выкупил выпуск у эмитента, а также нести бремя издержек финансирования. При типичном гарантировании выпуска корпорации ответственность за нераспроданные ценные бумаги несет не синдикат в целом, а каждый из его участников в отдельности (обратное имеет место при размещении большинства выпусков муниципальных облигаций). Чем быстрее новый выпуск будет продан, тем лучше. Иногда, ради пользы дела, синдикаты обращаются за помощью к фирмам, не входящим в синдикат.

Категории

В американских синдикатах членов объединения обычно относят к той или иной категории, которая полностью определяет характер и долю участия конкретной фирмы. В гарантировании новых выпусков еврооблигаций и других международных ценных бумаг категории имеют меньшее значение. По традиции принято считать, что наиболее заметную роль в обычных гарантированиях играют шесть фирм:

- «First Boston Corp.»,
- «Goldman, Sachs & Co.»,
- «Lehman Brothers*»,
- «Merrill Lynch»,
- «Morgan Stanley & Co., Inc.»,
- «Salomon Brothers Inc.».

Эти фирмы наиболее часто выступают инициаторами гарантирования новых выпусков и, следовательно, также часто играют роль менеджеров или ко-менеджеров. Соответственно, их относят к высшей *особой* (или к «преимущественной») категории. Даже в тех случаях, когда такая «особая» фирма не является менеджером или ко-менеджером, доля ее участия в синдикате обычно больше долей других членов, не относящихся к ее категории; значение такой фирмы подчеркивается в объявлении типа «надгробный памятник» указанием ее названия непосредственно после названия менеджера.

Следующей категорией является *основная*. Фирмы из этой категории обычно располагают меньшим по сравнению с «особыми» капиталом и часто располагают хорошо налаженной системой розничной продажи ценных бумаг.

Хотя эти фирмы и могут выступать менеджерами в тех случаях, когда они сами были инициаторами сделки с эмитентом, в целом они обычно остаются на вторых ролях. К основным фирмам относятся следующие:

«Bear, Stearns & Co., Inc.»,
«Dillon, Read & Co., Inc.»,
«Donaldson, Lufkin & Jenrette Securities Corp.»,
z «Kidder, Peabody & Co., Inc.»,
«Lazard Freres & Co.»,
«PaineWebber, Inc.»,
«Prudential Securities Corp.»,
«Smith, Barney, Harris Upham & Co., Inc.»,
«Dean Witter Capital Markets, Inc.».

Некоторые из основных фирм в действительности представляют собой филиалы более крупных компаний: «Dillon, Read» (частично принадлежит компании «Baring Brothers*», в одно время полностью принадлежала «Travelers Insurance Сотрапу»); «Donaldson, Lufkin*» (принадлежит «Equitable Life»); «Kidder, Peabody» (принадлежит «General Electric*»); «Prudential Securities*» (принадлежит «Prudential Life Insurance*»); «Smith Barney*» (принадлежит «Primerica Corp.*») и «Dean Witter*» (принадлежит «Sears Roebuck*»).

Кроме того, статуса «основных» достигли зарубежные компании, среди которых выделяются американские филиалы японской «большой четверки» на рынке ценных бумаг («Nomura», «Daiwa», «Nikko» и «Yamaichi»), «Deutsche Bank Capital», «Swiss Bank Corp.», «Investment Banking Inc.» и «UBS Securities» («Union Bank of Switzerland*»). В случае участия этих фирм в синдикате они обычно представлены в алфавитном порядке в основной категории. Следует заметить, что зарубежные филиалы американских фирм, участвуя в синдикатах в стране базирования своих материнских компаний, редко удостоиваются чести быть включенными в основную категорию.

Категории не являются абсолютно жесткими, особенно когда инициатором гарантирования выступает относительно небольшая фирма розничной торговли ценными бумагами или узкоспециализированная фирма. Например, такие фирмы, как «Alex Brown & Sons*» из Балтимора, штат Мэрилэнд, и «Montgomery Securities*» из Сан-Франциско никогда не относились к особой или даже основной категории, однако завоевали себе репутацию, выступая инициаторами гарантирования новых выпусков компаний из отраслей высокой технологии. Они часто совместно с партнерами из особой категории управляют размещением новых выпусков и иногда, из-за своих взаимоотношений с компаниями высокой технологии, включаются в основную категорию.

Группа реализации (сбыта)

Хотя на практике все гаранты размещения стараются сами продавать ценные бумаги из нового выпуска, иногда им требуется помощь со стороны. В таких случаях менеджер набирает «группу реализации*», подчиненную синдикату, однако в юридическом смысле его составной частью не являющуюся. Члены группы реализации помогают распространять ценные бумаги, однако не не-

сут никакой ответственности за остатки. Они без всяких юридических последствий для себя могут просто вернуть непроданные ценные бумаги менеджеру. Однако их неудачное участие в размещении выпуска имеет последствия другого рода: менеджеры могут перестать их привлекать в группы реализации в будущем. Не принимая на себя ответственность за размещение ценных бумаг, члены группы реализации не могут рассчитывать на равное с гарантами вознаграждение своих усилий и обычно довольствуются «отступным», которое представляет собой часть общей суммы, заработанной участниками синдиката на разнице цен. Наиболее часто группы реализации создаются в тех случаях, когда речь идет о размещении больших по объему и не обладающих очень высокой ликвидностью выпусков. Члены синдиката предпочитают отказаться от части своей прибыли в пользу членов группы реализации ради того, чтобы сбыть с рук неходовой товар.

Ценообразование

Установление правильной цены предложения нового выпуска является одновременно искусством и наукой. Обычно действительная (фактическая) цена или купонная ставка по облигациям не фиксируется вплоть до наступления «эффективной даты», когда можно на законных основаниях начать первичное размещение ценных бумаг. Поскольку рыночные цены исключительно капризны, та цена, что казалась привлекательной утром в день начала размещения выпуска или накануне вечером, может таковой уже не оказаться к тому времени, когда представители начнут обзванивать своих клиентов, ранее проявлявших интерес к новому выпуску, и запрашивать у них твердые приказы на покупку.

Определение цены предложения облигационного выпуска, возможно, несколько проще. Действительно, под рукой всегда есть дилерские рыночные котировки облигаций с аналогичным рейтингом и сроком обращения. Очевидно, что различий между двумя облигациями с рейтингом AA и сроком обращения 15 лет гораздо меньше, чем между новыми обыкновенными акциями двух различных корпораций. Тем не менее определить цену предложения новых облигаций, точно отражающую соотношение между спросом и предложением, совсем не просто.

При установлении цены на впервые предлагаемые инвесторам акции возникают совершенно иные проблемы. Здесь управляющий гарант (менеджер) сталкивается с дилеммой: с одной стороны, эмитент стремится получить максимально возможную выручку от реализации выпуска; с другой — менеджеру надо установить такую цену, по которой выпуск будет расхотиться. Если цена окажется завышенной, у инвесторов пропадет желание приобрести акции. Если же цена будет занижена, выпуск может превратиться в «горячий», а значительную часть дохода от выпуска получат те, кто продаст эти ценные бумаги на вторичном рынке, т.е. «после рынка». Обычно правильная цена устанавливается с учетом многих факторов: рентабельности компании за несколько последних лет, ожидаемых размеров дивидендов, количества акций в выпуске, отношения рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли в расчете на одну акцию в сравнении с этим показателем у похожих

компаний, и общих тенденций, господствующих на рынке акций в момент начала продажи новых акций. Если акции в действительности окажутся недооцененными и будут пользоваться повышенным спросом на вторичном рынке, высокие цены, уплачиваемые за них инвесторами, не позволят получить хороший доход от первичного размещения не только корпорации-эмитенту, но и предыдущим держателям акций (гарантам выпуска). Можно подумать, что в этом случае корпорация будет расстроена. Однако корпорации — это юридические лица, а не реальные люди. Вполне обычное явление, когда руководители корпорации и члены их семей сохраняют за собой значительные количества акций нового выпуска и с удовольствием наблюдают, как их личное чистое богатство быстро растёт.

Гораздо чаще бывает, однако, что цена на вторичном рынке не растёт, а напротив, по мере того, как разочарованные инвесторы начинают продавать акции, появляются признаки ее падения. При этом над успехом размещения всего выпуска нависает угроза, и менеджер должен немедленно принимать меры к поддержанию цены.

Стабилизация

Этот вполне законный метод фиксации цены может использоваться управляющим гарантом до тех пор, пока выпуск не стал «горячим». Метод состоит в том, что менеджер скупает акции, продаваемые теми, кто их только что купил. Если менеджер готов покупать эти акции по цене первичного предложения или чуть ниже, их будет невозможно купить на вторичном рынке дешевле, по крайней мере до тех пор, пока не завершится первичное размещение. При обычном гарантировании все убытки, понесенные в ходе реализации этого метода, распределяются пропорционально между всеми участниками синдиката. Возможность использования этого метода и объем стабилизации (в акциях или в денежном выражении) должны оговариваться в проспекте.

Плата (вознаграждение)

Вознаграждение, получаемое инвестиционными банкирами за гарантирование выпуска, сильно варьируется. Некоторые выпуски изначально представляются более рискованными по сравнению с другими. Иные выпуски появляются на рынке в неподходящее время. Гарантируя подобные эмиссии, банкиры обычно требуют большее вознаграждение за повышенный риск. Выяснить, каким образом обычно устанавливается плата за услуги гарантов, можно из информации еженедельного журнала «Investment Dealers Digest» о совершенно новых и относительно недавно предложенных инвесторам выпусках ценных бумаг. В типичном предложении акций цена описывается следующим образом: «16,25 дол. минус 68 центов, за гарантирование 23 цента, менеджеру 23 цента, перераспределение 25 центов». Размещается 774 000 акций, т.е. выпуск нельзя считать особенно большим.

Эмитент в этом случае получает 15,57 дол. с каждой акции, остальные 68 центов остаются в распоряжении синдиката и распределяются в различных

пропорциях между его членами. Вознаграждение менеджера составляет все 68 центов («большой спред») с каждой проданной им одному из его собственных клиентов акции. От продажи других акций менеджер получает по 23 цента с каждой акции. Участники синдиката, являющиеся только гарантами размещения, получают 23 цента с акции в виде платы за гарантирование, а те, кто не только гарантирует, но еще и сам продает акции, могут получать (после отчисления 23 центов менеджеру) по 45 центов с каждой акции. Другие дилеры, не входящие в число гарантов, получают с каждой проданной ими акции так называемое перераспределение в размере 25 центов. Из сказанного выше становится очевидным, что гарантирование размещения, при условии наличия опыта и необходимого капитала, оказывается весьма прибыльным делом.

Вторичный рынок или «после рынка»

Как только синдикат начинает размещать новый выпуск, ценные бумаги из него появляются на вторичном рынке, где их уже могут покупать и продавать фирмы, не входящие в состав синдиката. Если речь идет о размещении облигаций корпорации, вторичным для них, даже в случае получения ими биржевой котировки, вероятнее всего, будет внебиржевой рынок. Вторичные сделки с большинством новых акций также совершаются на внебиржевом рынке, по крайней мере в течение некоторого времени. Демонстрируя свое хорошее отношение к эмитенту, инвестиционные банкиры почти всегда «делают» рынок размещаемых акций, хотя по закону от них этого не требуется.

Иногда некоторые исключительные по своим инвестиционным характеристикам новые выпуски появляются на Нью-Йоркской фондовой бирже немедленно после того, как синдикаты начинают их продавать. Обычно это выпуски компаний, которые уже соответствуют всем критериям включения в курсовой бюллетень биржи, за исключением доли акционерного капитала, находящегося в свободном обращении, поэтому эмитент подает заявку на получение биржевой котировки одновременно с регистрацией нового выпуска. Примерами такого незамедлительного получения котировки на NYSE были «The Tribune Сотрапу» (владеет газетами «The Chicago Tribune», «The New York Daily News» и рядом других средств массовой информации) и «British Telecommunications*», огромная британская телефонная компания, приватизированная в 1985 г.

Вторичное размещение (предложение) ценных бумаг

Результатом *вторичного размещения (secondary distribution)* являются поступления от продажи ценных бумаг, получаемые их прежними держателями, в отличие от *первичного размещения*, когда доходы поступают в распоряжение корпорации-эмитента. Изредка на продажу выставляются крупные пакеты акций, принадлежащие служащим корпорации, а иногда акции продают учредители трастов или благотворительных фондов либо члены семей основателей предприятий. Продажа таких крупных пакетов обычно требует регистрации, аналогичной регистрации новых выпусков, поскольку предлагаемые

акции ранее никогда не регистрировались. Для того чтобы продать меньшие пакеты ценных бумаг, до 1% от выпущенного акционерного капитала, требуется пройти упрощенную процедуру, определенную Правилем 144 Комиссии по ценным бумагам и биржам. Более крупные пакеты акций часто продаются при посредничестве синдикатов, не отличающихся от тех, что формируются для реализации новых выпусков. Однако многие из таких продаж осуществляются одной или двумя фирмами, не имеющими отношения к какому-либо синдикату.

Иногда крупные пакеты акций продают инвесторы, не являющиеся ни учредителями, ни служащими корпорации. Например, однажды, в апреле 1986 г., фирмам «Shearson Lehman» и «Salomon Brothers» пришлось продавать единым пакетом акции компании «Navistar International* (бывшая international Harvester*)» в количестве 48,7 млн штук стоимостью 487 млн дол. Эта сделка по числу акций оставалась крупнейшей в истории NYSE до 31 декабря 1990 г. Другой крупной сделкой была продажа в ходе вторичного размещения 43,5 млн акций, осуществленная банками, получившими эти акции в результате свопа долг/акции (обмена долговых обязательств на акции), механизма, который был весьма популярен среди корпораций до того начала 1982 г., когда на рынке стали преобладать «бычьи» тенденции.

Частные размещения

Кроме размещения ценных бумаг среди широкой публики инвестиционные банки нередко организуют частные размещения долговых обязательств и акций. Поскольку в данном случае речь идет не о публичном предложении выпуска, отсутствуют требования «полного раскрытия» информации посредством регистрации выпуска в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Обычными покупателями долговых ценных бумаг, размещаемых частным образом, выступают компании по страхованию жизни и другие институциональные инвесторы. В 80-х годах богатые частные инвесторы нередко покупали размещаемые в частном порядке «мусорные» облигации, особенно тех выпусков, которые реализовывались через фирму «Drexel Burnham Lambert». Хотя те же самые инвесторы могут покупать в ходе частного размещения и акции эмитентов, недостаточная ликвидность, ассоциируемая с подобными выпусками, делает их покупку гораздо более рискованной по сравнению с приобретением долговых ценных бумаг. Размещаемые частным путем акции обычно покупаются склонными к спекулятивной игре инвесторами и иногда крупными корпорациями, стремящимися инвестировать капитал в ценные бумаги своих поставщиков или фирм—обладателей передовой технологии.

Частное размещение характеризуется многими особенностями, привлекательными как для эмитента, так и для покупателя. Эмитента привлекает то, что оно позволяет избежать процесса регистрации и экономить время и деньги. Покупатель же видит достоинства частного размещения в том, что предлагаемый выпуск может полностью отвечать его инвестиционным потребностям. Типичный эмитент размещаемых частным образом долговых бумаг, как правило, имеет выходы и на публичные фондовые рынки, поэтому частное размещение не является для него последней надеждой. Кредитный рейтинг та-

кого эмитента обычно находится в промежутке между Ваа и ВВВ, а инвестиционное качество его ценных бумаг чаще приближается к нижнему пределу этого диапазона.

Инвестиционные и коммерческие банки активно действуют на рынке частных размещений в качестве покупателей и продавцов. Основными операторами являются те фирмы, которые уже закрепились в категории особых гарантов. Кроме того, банки и инвестиционные филиалы коммерческих банков сами организуют частные размещения. Здесь достаточно заметна роль нескольких относительно небольших инвестиционных банковских компаний, поскольку они поддерживают тесные взаимосвязи с мелкими компаниями, которыми крупные банки и брокеры часто пренебрегают.

В апреле 1990 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам ввела Правило 144А (вариант Правила 144), разрешающее при наличии определенных строго регламентированных условий продавать инвесторам незарегистрированные ценные бумаги. Принятие Правила 144А было направлено на формирование в интересах институциональных покупателей более ликвидного вторичного рынка размещаемых частным образом ценных бумаг. Кроме того, Правило 144А должно стимулировать продажу на американских фондовых рынках иностранных ценных бумаг, не прошедших процесс регистрации.

Действующие за рубежом стандарты бухгалтерского учета и отчетности и требования «раскрытия» информации значительно отличаются от американских, которые в целом являются более строгими. Именно поэтому иностранные эмитенты иногда не хотят публично размещать свои ценные бумаги на американском рынке, так как для этого требуется пройти нормальную регистрационную процедуру. При размещении ценных бумаг непосредственно среди Квалифицированных институциональных покупателей (Qualified Institutional Buyers — QIBs), в соответствии с определением Комиссии по ценным бумагам и биржам, эти ценные бумаги могут размещаться частным образом и перепродаваться затем другим QIBs, что придает им потенциальную ликвидность, сопоставимую с нормальной ликвидностью обычных частных размещений. За период с апреля 1990 г. по август 1991 г. на основании Правила 144А были размещены ценные бумаги общей стоимостью 8,5 млрд дол. Из этой суммы почти 4 млрд дол. (47%) приходилось на ценные бумаги иностранных эмитентов. Страховые компании приобрели 55% этих выпусков, а инвестиционные компании — 27%*.

СЛИЯНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ

Участие в сделках по слияниям и поглощениям является, возможно, наиболее эффективным этапом в развитии инвестиционного банковского бизнеса. Оно приносит инвестиционным банкам известность среди широкой публики и фактически делает из них «суперзвезд», часто упоминаемых в средствах массовой информации, не говоря уже о финансовой прессе. К своему сожалению, некоторые инвестиционные банки в конце 80-х годов прославились скандалами в связи с тем, что их руководящие работники совершали сдел-

* *Investment Dealer's Digest*, November 4, 1991, p. 10.

ки, пользуясь внутренней служебной информацией. После этого слава инвестиционных банков стала меркнуть, и их деятельность по организации слияний и поглощений резко пошла на убыль. В 1990 г. совокупная стоимость объявленных предложений о поглощениях во всем мире сократилась на 31%, составив 446,2 млрд дол. Общая стоимость чисто американских поглощений сократилась до 60% от уровня 1988 г., на который пришелся пик слияний и поглощений¹. Хотя некоторые из этих объединений происходили по обоюдному согласию, большинство слияний и поглощений носило насильственный характер, и компании, подвергшиеся нападению, оказывали упорное сопротивление «поглотителям». Более того, многие «дружественные» объединения были инициированы попытками насильственных поглощений: получив нежелательное предложение слияния или поглощения, менеджмент компании-«мишени» стремился найти «дружественного» партнера и избежать таким образом подчинения «рейдеру»*.

Есть основания полагать, что процесс слияний и поглощений пошел на убыль, хотя, конечно, крупные сделки могут совершаться в любое время. Частично этот вывод подтверждается стремительным ростом курсов акций в 80-х годах, в результате которого резко сократилось число «недооцененных» фондовым рынком компаний. Кроме того, в Вашингтоне растет понимание, что подобные сделки могут оказывать негативное воздействие на экономику в целом. Например, такие благополучные компании, как «Phillips Petroleum» или «Unocal» (бывшая «Union Oil of California»), вынуждены были взвалить на себя громадный долг, чтобы пресечь нежелательные попытки поглощения со стороны некоторых «налетчиков на корпорации», которые, совершенно очевидно, больше заинтересованы в финансовом аспекте сделки, нежели в управлении функционирующим концерном. Академические ученые часто утверждают, что подобные операции всего лишь перераспределяют активы американской промышленности без какой-либо реальной потери производственных мощностей. Кроме того, сами «рейдеры» заявляют, что они приносят пользу акционерам поглощаемых компаний, так как, предлагая более высокую по сравнению с текущей рыночной цену за их акции, они дают им возможность реализовать дополнительную прибыль. Однако подобные заявления не слишком убедительны, особенно если вспомнить о конечных намерениях «рейдеров», хотя не вызывает сомнений окончательный результат битвы за компании, когда акционерам предлагают продать акции по курсу, невиданному за последние несколько лет существования компании или даже за всю ее историю.

Тем не менее главной причиной уменьшения числа слияний и поглощений следует считать неспособность экономики в целом и рынков долговых обязательств в частности выдержать стремительно нарастающий долг, за счет которого финансировалась мощная волна скупки компаний в конце 80-х годов. Поглощения и выкупы корпораций практически никогда не осуществлялись преимущественно за счет собственных средств покупателей. Обычно выпускались различные виды высокодоходных («мусорных») ценных бумаг,

¹ *The Wall Street Journal*, January 2, 1991, p. R4.

* Лица, агрессивно скупающие акции. — Прим. ред.

большинство из которых служило лишь временным средством для достижения цели до тех пор, пока не будут найдены иные, более дешевые формы финансирования. При этих обстоятельствах молодые и неопытные инвестиционные банки, специализирующиеся на слияниях и поглощениях, быстро стали «героями дня» и зарабатывали чрезвычайно высокую даже по меркам Уолл-стрит прибыль. Их умение заключалось главным образом в том, чтобы методом дисконтирования поступлений наличности провести анализ и экстраполировать его результаты на необозримое будущее, объясняя, каким образом непосильное при иных условиях долговое бремя не только окажется вполне приемлемым, но и фактически улучшит операционные результаты компании. Мысль о том, что экономический спад или какое-либо иное непредвиденное событие могут разрушить даже наиболее тщательно подготовленные прогнозы и **проекты**, большинству инвестиционных банкиров в голову, кажется, не приходила.

В защиту инвестиционных банкиров можно сказать следующее: они не приставляли к головам своих клиентов пистолеты и не заставляли их под угрозой насилия совершать слияния и поглощения. Менеджмент и акционеры некоторых из таких корпораций виноваты по крайней мере не меньше инвестиционных банков. Сейчас, в 90-х годах, на инвестиционном горизонте можно обнаружить немало останков не сумевших расплатиться с долгами и обанкротившихся компаний и множество в прошлом казавшихся непоколебимыми корпораций, которые теперь напрягают все силы, чтобы расплатиться с накопленными долгами: «Revco Drug Stores», «Southland Corp.» («7-11 Stores»), «R.H. Macy», «Federated Department Stores», «The Jim Walter Corp.», «U.S. Gypsum», «Allied Stores» и «Ames Department Stores» — это всего лишь несколько из наиболее известных компаний, которые обанкротились или близки к банкротству из-за неспособности обслуживать свои долги в срок.

Для того чтобы не создалось впечатления, что все слияния и поглощения 80-х годов, профинансированные за счет заемных средств, окончились неудачей, следует вспомнить компании «Safeway Stores», «Duracell Batteries*» (бывшая «P.R. Mallory») и даже «R.J.R. Nabisco», которая в 1988 г. совершила рекордную сделку на сумму 25 млрд дол. Эти компании продолжали процветать, а некоторые из них даже произвели «обратные выкупы», т.е. в целях улучшения пропорции между заемными и собственными средствами в структуре капитала разместили среди инвесторов новые акции и использовали полученную от их продажи наличность на выплату некоторых долгов. Циники при этом ехидно замечали, что инвестиционных банкиров использовали повторно, на этот раз — для того, чтобы они исправили ошибки, которые совершили в первый раз. Действительно, среди наиболее дефицитных инвестиционных банковских специалистов в начале 90-х годов оказались «специалисты по решению проблем», т.е. люди, способные наилучшим образом урегулировать отношения между обанкротившейся корпорацией и ее кредиторами.

Помимо организации поглощений специалисты в области слияний и поглощений активно занимаются реструктурированием (реорганизацией) корпораций, которое часто сопряжено с продажей отдельных подразделений компании конкуренту, как это было в случае с «General Electric», продавшей свое производство малогабаритной бытовой техники компании «Black

and Decker», или иногда менеджменту подразделения. В некоторых случаях руководители корпорации сами осознают, что корпорация объединяет слишком много разнородных предприятий, чтобы получать стабильную прибыль. Фактически то, что сейчас называют операциями по «изъятию инвестиций», является исправлением ошибок, совершенных на волне безудержного образования конгломератов в 60-х годах. Ярким примером этого является корпорация ИТТ, которая избавилась почти от всех своих приобретений, за исключением приносящей большую прибыль компании «Hartford Insurance Group».

В конечном счете интернационализация предпринимательства привела к активизации международных слияний и поглощений, которые породили разнообразные культурные и правовые проблемы, не возникавшие при чисто национальных объединениях фирм. Например, реализовать нежелательное предложение поглощения японской компании весьма затруднительно в силу закрытого характера многих аспектов японской деловой практики. С другой стороны, «General Motors» успешно провела объединение, дружественное британской компании «Lotus», производящей гоночные автомобили и имеющей большие научно-исследовательские программы; а «Beecham Group», одна из крупнейших британских фармацевтических корпораций, потратила 360 млн дол. на приобретение некоторых подразделений «Revlon Inc.», американской фирмы, которая сама оказалась объектом насильственного поглощения другой американской компанией. В 1990 г. «Matsushita Electric» купила американскую компанию индустрии развлечений «MCA Inc.» за 5,59 млрд дол.

РАЗМЕЩЕНИЕ «НА ЛУЧШИХ УСЛОВИЯХ»

При этом типе финансирования инвестиционный банк не является в полной мере гарантом нового выпуска, так как забирает у эмитента выпуск частями, по мере реализации ценных бумаг. Дилер фактически выступает здесь в роли, близкой к роли агента, и не несет ответственности за нереализованные акции. Крупные инвестиционные банки крайне редко соглашаются размещать ценные бумаги «на лучших условиях», поскольку такие выпуски слишком малы по объему и недостаточно прибыльны для них. Однако сделки «на лучших условиях» идеально подходят для еще неоперившихся компаний, которые, весьма вероятно, имеют интересную концепцию или технику продажи ценных бумаг, но не успели накопить большого опыта.

Подобно уже описанным предоставлениям гарантий размещений с «твердыми обязательствами», размещения «на лучших условиях» должны проходить регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Однако в отличие от размещения с «твердыми обязательствами», они не имеют одной фиксированной даты публичного предложения. Вместо этого устанавливается срок продажи, или подписки, продолжительностью от 30 до 90 дней. В течение установленного периода чеки покупателей, поступающие в счет оплаты ценных бумаг, депонируются на беспроцентном особом счете. После продажи достаточного количества акций этот счет закрывается, акции действительно выпускаются и передаются покупателям, а чеки пересылаются эмитенту. В случае если в течение установленного времени не удалось продать достаточ-

ПОСТАВКА ЦЕННЫХ БУМАГ, ТРАНСФЕРТ И КЛИРИНГ

Операция продажи именных ценных бумаг завершается актом передачи (трансферта) правового титула собственности на них покупателю после производства платежа. Хотя клиент может немедленно после выполнения приказа полностью рассчитаться со своим брокером, действительная передача ценных бумаг состоится только в «расчетный день», установленный правилами торговли ценными бумагами. После заключения сделки брокер продавца должен поставить ценные бумаги брокеру покупателя, однако автоматизация торговли значительно сократила число действительных поставок сертификатов в осязаемой форме. В настоящее время громадные объемы торговли ценными бумагами обычно обрабатываются системами Корпорации автоматизации индустрии ценных бумаг (Securities Industry Automation Corporation — SIAC) и Национальной клиринговой корпорацией по ценным бумагам (National Securities Clearing Corporation — NSCC). Например, в конце 60-х годов на рынке «быков» совершалось столько сделок, что процесс трансфертов оказывался полностью парализованным и биржу приходилось в течение долгого времени закрывать в 2 часа дня; кроме того, для обработки скопившегося потока бумаг потребовалось по средам не открывать биржу вообще. В 1968 г. средний дневной объем торговли ценными бумагами достиг абсолютного рекордного показателя — 12 971 000 акций, тогда как рекордный объем торговли в течение одного дня составил 21 351 000 акций. В 1990 г. только *средний* дневной объем равнялся 156 777 000 акций, а показатель максимального объема за день достиг 292 364 000 акций¹. Сейчас такие объемы можно обрабатывать без вынужденных перерывов в работе бирж и сокращения рабочих часов. Действительно, в 1987 г. обработка операционистами на Уолл-стрит рекордного объема торговли одного дня, составившего 608 149 000 акций, не потребовала от них сколько-нибудь существенных дополнительных усилий.

Такое четкое функционирование рынка ценных бумаг во многом обусловлено применением новейших систем обработки информации, а также стандартизацией условий поставок и оформления сделок, перечисленных в Кодексе унифицированной практики NASD и в правилах NYSE и идентичных

¹ NYSE Fact Book-1991, p. 78.

правилах других бирж. Ниже приводится краткое описание основных типов контрактов, оформленных в соответствии с этими правилами.

КОНТРАКТЫ

Стандартные контракты

Если не предусмотрено иное, контракты, заключаемые в торговом зале биржи или на внебиржевом рынке, считаются стандартными. Взаиморасчеты по сделкам с акциями и облигациями корпораций и муниципальными облигациями должны производиться в течение пяти рабочих дней с даты совершения сделки. Это означает, что расчет по сделке, совершенной, например, в понедельник 4 января, должен состояться в понедельник 11 января. Хотя принадлежащие клиенту ценные бумаги могут уже находиться на руках у брокера или быть доставлены клиентом в течение одного-двух дней, действительное оформление сделки и расчет по ней брокером другой стороны состоятся не ранее, чем через одну календарную неделю. Если на текущей неделе у бирж и банков будет выходной по случаю праздника, завершение сделки будет отложено на один дополнительный день. Таким образом, сделка, совершенная в четверг накануне Дня благодарения, будет оформлена и оплачена в ближайшую после этого праздника пятницу. По стандартным контрактам сделок с продаваемыми на бирже опционами и с государственными ценными бумагами, реализуемыми стандартными пакетами (обычно на 100 000 дол. по номинальной стоимости), расчеты производятся спустя один рабочий день после совершения операции. Если же речь идет о нестандартной единице торговли (нестандартном пакете), участвующие в сделке брокеры имеют право согласовать между собой расчетный день, однако общепринятой практикой остаются те же пять дней, что и по стандартным контрактам. В соответствии с Правилом 176 NYSE расчет по сделке может быть произведен не позднее 11 ч 30 мин утра соответствующего дня.

Продление сроков и досрочные платежи

В данном случае речь идет не о контрактах как таковых, а о методах продления сроков исполнения стандартных контрактов. Как уже отмечалось в главе 13, если клиент не оплачивает или не поставляет ценные бумаги в срок, он нарушает Правило Г, что при обычных обстоятельствах ведет к ликвидации его позиции и блокированию счета на 90 дней. В исключительных случаях биржи и NASD соглашаются продлить клиенту срок окончательного расчета по сделке, однако клиент обязан привести уважительную причину невозможности завершить сделку к установленному времени. Брокер такого клиента при любых обстоятельствах должен рассчитаться с брокером другой стороны до истечения положенного срока. Это означает, например, что компания «Merrill Lynch» обязана расплатиться с компанией «Bear Witter» строго в расчетный день, даже если ее клиент до этого времени не внесет требуемую сумму. Очевидно, что для фирмы это оказывается накладным и неудобным, поэтому неудивительно, что многие брокерские фирмы (или их отделения)

придерживаются своего внутреннего правила не продлять клиенту срок для окончательного расчета ни при каких обстоятельствах. В связи с тем что торговля государственными и муниципальными ценными бумагами не регулируется Правилom Г, дилеры имеют возможность по своему усмотрению согласовывать продление срока оплаты без предварительного одобрения NYSE.

Иногда у клиента, продавшего ценные бумаги на условиях стандартного контракта, возникает потребность получить деньги до расчетного дня. В этом случае менеджер отделения брокерской фирмы может согласиться на «досрочный платеж» при условии, что клиент ему хорошо известен и прежде не злоупотреблял подобной привилегией. Досрочный платеж не требует одобрения биржи или NASD. Поскольку все досрочные платежи производятся за счет собственных средств брокера (брокер противоположной стороны оплатит сделку только на пятый рабочий день), брокеры оставляют за собой право взимать с клиента процент за выдачу наличных, начисляемый за все время, которое пройдет со дня досрочного платежа до получения от другого брокера в расчетный день причитающейся суммы. Иногда, когда речь идет о хорошем клиенте, крайне редко обращающемся за досрочными платежами, брокеры не взимают проценты.

Наличные контракты

Хотя подавляющее большинство сделок представлено стандартными контрактами, существуют также другие виды контрактов. Среди них наиболее распространенным является наличный контракт, согласно которому поставка ценных бумаг и их оплата должны производиться непосредственно в день совершения сделки. Чтобы совершить подобную операцию, инициатор сделки должен четко выразить свои намерения в формулировке предложения купить или продать; и иногда, действительно, на ленте тикера можно обнаружить символы акций, сопровождаемые словами «продается за наличный расчет» (offered for cash), что указывает на попытку продавца найти покупателя, готового рассчитаться в тот же день. Поскольку такие сделки представляют собой компромисс с противоположной стороной, покупатель обычно требует у продавца скидки, добиваясь иногда цены на $\frac{x}{100}\%$ ниже текущего рыночного курса.

Кодекс унифицированной практики NASD не устанавливает какого-либо конкретного времени производства взаиморасчетов в течение дня. С другой стороны, если наличная сделка была совершена на NYSE до 2 ч дня, расчет по ней следует произвести не позднее 2 ч 30 мин того же дня. Если же сделка имела место после 2 ч дня, расчет по ней производится в течение 30 мин с момента ее совершения. Из-за того, что обмен акций на деньги должен произойти очень быстро, брокеры принимают приказы на такие сделки только от своих давних хороших клиентов, которые уже доставили им требуемые ценные бумаги в нормальной отчуждаемой форме или внесли необходимые для расчета средства. Как правило, инициаторами наличных сделок бывают продавцы, которым деньги требуются гораздо раньше, чем их можно получить по стандартному контракту, однако изредка приказы на совершение подобных сделок поступают и со стороны покупателей.

Наличные сделки могут оказаться чрезвычайно полезными и в некоторых других ситуациях, когда фактор времени имеет решающее значение. Например, если последним днем, когда еще можно воспользоваться своими правами на покупку акций, размещаемых среди уже существующих акционеров, оказывается пятница, все сделки купли-продажи этих прав в этот день будут наличными, а днем раньше — на условиях расчета на следующий день. Наличные контракты также широко используются арбитражерами, особенно когда речь идет о предложении купить акции той или иной корпорации с целью ее поглощения. Такие предложения обычно действительны только в течение определенного времени и предусматривают немедленную поставку акций.

Опционные контракты продавцов

Этот вид контракта встречается гораздо реже даже по сравнению с наличными контрактами. Он предусматривает отсрочку поставки на конкретное время, как правило, до 60 календарных дней, если сделка была совершена на NYSE. Обычной причиной заключения таких контрактов является невозможность поставки данных ценных бумаг в срок, предусмотренный стандартными контрактами. Если опционный контракт заключен, продавец обязан поставить ценные бумаги в определенное время, а покупатель — получить и оплатить их в то же самое время. В подобных контрактах всегда указывается конкретное число календарных дней; например, условие «со стороны продавца — 20» означает, что расчет по сделке будет произведен на двадцатый день после ее совершения. Если продавец захочет осуществить поставку ранее согласованной даты, он обязан направить покупателю соответствующее письменное уведомление за один день до поставки, а покупатель должен затем принять и оплатить поставку. Однако досрочную поставку по опционному контракту нельзя осуществить раньше предусматриваемого стандартным контрактом расчетного дня, поэтому взаиморасчет возможен не ранее шестого рабочего дня (второго, если речь идет о государственных ценных бумагах) и не позднее 60-го календарного дня со времени совершения сделки. Для сделок, осуществленных на внебиржевом рынке, максимальная продолжительность отсрочки поставки Кодексом унифицированной практики NASD не устанавливается.

ПРИРОДА КЛИРИНГОВОГО ПРОЦЕССА

Отдел покупок и продаж

После заключения сделки в торговом зале биржи ее детали сообщаются в отделы покупок и продаж соответствующих фирм. Сотрудники этих отделов должны сопоставить полученную информацию с той, которую получила фирма, представляющая в сделке противоположную сторону. Кроме того, они должны «прогнать» эту информацию через компьютеры фирмы и подготовить подтверждение сделки, в котором клиенту сообщаются все ее детали и указываются причитающиеся ему или с него (брокеру) суммы. Обычно под-

тверждение посылается клиенту по почте на следующий после совершения сделки рабочий день. Неполучение клиентом подтверждения или получение его с опозданием по вине почтовой службы США не считается уважительной причиной задержки клиентом оплаты или поставки ценных бумаг.

Сверенные брокерами каждой из сторон детали сделки передаются в Корпорацию автоматизации индустрии ценных бумаг и вводятся в ее компьютер, который распечатывает контракт, содержащий все эти детали и информацию об обнаруженных расхождениях в отчетах о сделке; например, одна из фирм сообщает о совершенной сделке, но указывает цену исполнения или количество акций, не совпадающие с тем, что сообщила фирма противоположной стороны. Подобные расхождения подлежат немедленному устранению соответствующими фирмами. С этого момента мы начинаем рассмотрение самого клирингового процесса.

Значение клиринга

При клиринге происходит взаимозачет продаж и покупок ценных бумаг таким образом, что остается только чистое сальдо количества акций к получению или поставке. Точно так же, путем взаимозачета, определяются нетто-позиции по денежным суммам. При отсутствии клиринга все расчеты по сделкам пришлось бы производить путем поставок сертификатов конкретных акций и соответствующих платежей. Заниматься этим ежедневно даже для мелкого брокера оказалось бы абсолютно невозможным. Что же касается крупных фирм, таких, как «Prudential Securities» и «PaineWebber», то они ежедневно совершают между собой по поручению клиентов сотни, даже тысячи сделок. Для того чтобы разносить горы бумаги, сертификатов и наличности, необходимые для взаиморасчетов, пришлось бы содержать целую армию посыльных, и она, тем не менее, не справилась бы с таким объемом работы даже при условии, что фирмы расположены рядом друг с другом и их не разделяет целый континент. К счастью, существует организация, как минимум на 90% устраняющая подобную деятельность. Путь к созданию этой организации был долгим и извилистым.

ИСТОРИЯ ФОНДОВОГО КЛИРИНГА

Ранние попытки клиринговых расчетов

Первая в мире попытка налаживания клиринговых расчетов по фондовым сделкам была предпринята в 1867 г. во Франкфурте-на-Майне². За этой попыткой последовали аналогичные эксперименты на большинстве ведущих фондовых бирж Европы. В США первая успешно функционирующая система клиринга была введена на Филадельфийской фондовой бирже в 1870 г. На Нью-Йоркской фондовой бирже наладить систему клиринговых взаиморасчетов не удавалось вплоть до 1892 г. Интересно отметить тот факт, что первые банковские клиринговые системы в Нью-Йорке начали функционировать 39 годами ранее, чем на фондовом рынке.

² B.E.Shultz, *The Security Market* (New York: Harper & Row), p. 281.

Прежде чем удалось наладить успешно работающую систему биржевых клиринговых расчетов, в Нью-Йорке неоднократно предпринимались попытки ввести неформальные клиринговые системы. В 1868 г. несколько членов биржи на добровольных началах организовали платную систему расчетов. Вскоре из-за недостаточного финансирования система развалилась. Следующая попытка была предпринята пять лет спустя и также окончилась провалом; столь же безуспешные попытки имели место в 1877, 1879 и 1880 гг.

Задержка формирования устойчивой системы связана с двумя причинами. Все ранние системы расчетов предусматривали добровольное присоединение участников, и многие члены биржи, не видя явных преимуществ своего участия в них, отказывались от вступления. Кроме того, брокеры испытывали неподдельный ужас, размышляя о том, что под влиянием клиринговой системы перестанет существовать тайна сделок, тщательно охраняемая в то время. Были серьезные опасения, что система в ущерб клиринговым фирмам откроет клеркам клиринговой палаты доступ к секретам бизнеса с ценными бумагами. Конечно, ужас перед клиринговой системой испытывали не только брокеры. В то время детали всех деловых операций тщательно скрывались от посторонних глаз. Корпорации не желали раскрывать свое финансовое положение перед банками, общественностью, своими клиентами, прессой, акционерами и биржами. Фондовый рынок, однако, дорого платил за эту любовь к сохранению тайны деловых операций.

До 1892 г. из-за отсутствия клиринговой системы каждая фирма была вынуждена все сделки осуществлять на наличной основе, производя расчет по каждой сделке отдельным платежом. Это ставило перед фирмами все более сложные проблемы. Когда фирма поставляла 100 штук акций, предполагалось, что оплата будет произведена в момент доставки их посылным. Однако во многих случаях фирма-покупатель оказывалась не в состоянии произвести все платежи такого рода в связи с недостатком средств. Конечно, получив правовой титул собственности на купленные бумаги, фирма могла заложить их в банке и получить сумму, достаточную для их оплаты; однако проблема была в том, что ценные бумаги нельзя заложить, не имея правового титула собственности на них, а правовой титул собственности не передавался до тех пор, пока ценные бумаги не будут оплачены.

Выходов из этого кажущегося тупика было два, и оба они не особенно нравились банкам того времени³. Во-первых, брокер-покупатель мог обеспечить временное привлечение средств путем заверки в банке чека на сумму, превышающую его остаток наличности. В результате этой операции чек фактически становился необеспеченным кредитом, который ни банки, ни государство не одобряли. Другой выход заключался в том, что банк выдавал брокеру «утреннюю ссуду». Так называли кредит на несколько часов, который требовалось обеспечить залогом ценных бумаг сразу же, как только брокер получал на них правовой титул собственности. В обоих случаях банкам приходилось выдавать брокерам громадные суммы и часто без особой уверенности в должной платежеспособности брокера. В конце концов банки пригрозили прекратить подобное кредитование, и клиринговая система стала жизненной необходимостью.

Клиринговая палата 1892 г.

Нью-Йоркская фондовая биржа ввела свою первую успешную клиринговую систему в мае 1892 г., ровно через 100 лет после своего формального учреждения на основе знаменитого «соглашения под платаном». Сначала наиболее консервативные члены биржи оказали серьезное противодействие системе, однако вскоре ее преимущества стали очевидными для всех. Новая система была принудительной, однако первоначально она охватывала сделки только с акциями четырех железнодорожных компаний. В первый же день своего функционирования система обработала заверенные чеки на сумму 7 млн дол., причем была допущена всего одна ошибка. Сопротивление вводу системы тех, кто опасался упразднения тайны сделок и возможных дополнительных канцелярских расходов, резко пошло на убыль, как только клиринговая система раскрыла все свои внутренние преимущества.

Клиринговая палата не являлась корпорацией. Она была неформальной организацией, управляемой комитетом из пяти членов биржи, назначаемых советом управляющих. В 1920 г. эта неформальная организация была заменена Фондовой клиринговой корпорацией (Stock Clearing Corporation — SCC).

Фондовая клиринговая корпорация функционировала в качестве организации по клиринговым расчетам NYSE. Из-за неразвитости средств автоматизации объем физических поставок ценных бумаг оставался еще довольно большим, хотя, конечно, был значительно меньше по сравнению с тем, каким он мог бы быть при ее отсутствии. В 60-х годах была создана Центральная служба сертификатов (Central Certificate Service), которая начала действовать в качестве депозитария акций и еще больше сократила объем физического движения ценных бумаг.

Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам (National Securities Clearing Corporation — NSCC)

Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам начала функционировать в 1977 г., объединив все те задачи, которые решались ее предшественниками независимо друг от друга. До ее появления функции клиринговых расчетов выполнялись Фондовой клиринговой корпорацией (которая обслуживала большую часть торговли на NYSE), Национальной клиринговой корпорацией (через нее проходило значительное число сделок с акциями на внебиржевом рынке) и Клиринговой корпорацией Атех. Акционерный капитал NSCC в равных долях распределен между NYSE, Атех и NASD.⁴

NSCC взаимозачитывает все проходящие через нее сделки и определяет чистые позиции по ценным бумагам и денежным суммам, которые подлежат урегулированию через своего агента — Корпорацию автоматизации индустрии ценных бумаг. После определения чистых позиций числящиеся на счетах членов клиринговой системы ценные бумаги передаются в Депозитарную трастовую компанию или выписываются «балансовые ордера», на основании которых производится физическая поставка ценных бумаг соответствующим фирмам. Депозитарная трастовая компания (Depository Trust Company — DTC) представляет собой трастовую компанию с ограниченными целями и выпол-

няет функции безопасного хранилища сертификатов ценных бумаг⁴. Она ведет счета членов системы и хранит на депозитах сертификаты наиболее часто продаваемых и покупаемых ценных бумаг. В результате, например, распоряжение Национальной клиринговой корпорации по ценным бумагам DTC перевести 500 акций компании IBM со счета фирмы «A.G. Edwards and Cottray» на счет фирмы «Adwest Inc.» не требует какого-либо физического перемещения сертификатов акций между этими фирмами.

Рассмотрение упрощенной последовательности операций позволяет увидеть весь процесс. Предположим, в какой-то день клиент фирмы «Shearson Lehman» передал своему брокеру приказ продать 1000 акций компании «DuPont» на NYSE. Брокер фирмы «Shearson» в торговом зале биржи продает 600 акций брокеру фирмы «Smith Barney, Harris Upham» и 400 акций — брокеру, представляющему фирму «Alex Brown & Sons». В тот же день два других клиента «Shearson» разместили у брокеров приказы на покупку акций «DuPont». По одному из приказов было куплено 700 акций у специалиста, а по второму приказу брокер купил 600 акций у фирмы «Bear, Stearns». В общей сложности клиенты «Shearson» в этот день совершили сделки с 2300 акциями «DuPont» и с четырьмя брокерскими фирмами, исключая свою собственную. Поскольку у каждого покупателя имеется соответствующий продавец, количество купленных и проданных в этот день акций «DuPont» должно быть равным. Клиенты «Shearson» купили на 300 акций больше, чем продали, поэтому у фирмы-корреспондента (или фирм-корреспондентов) должен образоваться дисбаланс в размере этого количества. После сверки всех деталей сделок Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам в расчетный день отдает приказ Депозитарной трастовой корпорации перевести 300 акций «DuPont» на счет фирмы «Shearson». Фирма же, со счета которой переводятся эти акции, может даже не быть одной из тех, с кем «Shearson» в тот день заключала сделки. Вероятнее всего, это будет совсем другой член NSCC, который в тот конкретный день оказался чистым продавцом 300 или более акций «DuPont». Таким образом, всего один внутренний перевод акций со счета на счет устраняет необходимость для каждой из фирм, действительно бывших участниками сделок, осуществлять или принимать поставки каких-либо сертификатов акций в физической форме в своих офисах. Этот процесс можно назвать «непрерывным определением чистой позиции». Если определенная ценная бумага не подходит для процесса взаимозачетов, как это, например, бывает с некоторыми не отличающимися высокой ликвидностью ценными бумагами, обращающимися на внебиржевом рынке, NSCC выпускает «балансовый ордер», который является приказом одному брокеру проинформировать поставку ценных бумаг в физической форме другому брокеру.

Денежные расчеты несколько более сложны, однако в конечном счете определение чистой позиции по ним происходит аналогичным образом. Продолжим рассмотрение приведенного выше примера. Фирма, которая в конце концов осуществляет через Депозитарную трастовую компанию поставку ак-

⁴ Нью-Йоркская фондовая биржа владеет 34% акционерного капитала Депозитарной трастовой компании. Остаток принадлежит Американской фондовой бирже, Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам и некоторым членам клиринговой системы. *Depository Trust Cottray - 1990 Annual Report*, p. 43.

ций «DuPont» фирме «Shearson», в действительности может не иметь каких-либо сделок с брокером фирмы «Shearson», которая, следовательно, не задолжала ей ни цента. Однако, будучи нетто-продавцом, она, очевидно, должна получить от кого-нибудь деньги. В этом случае NSCC переводит ей деньги со своего собственного счета, одновременно дебетуя счет какой-либо другой фирмы, бывшей в тот конкретный день нетто-покупателем.

Все сказанное выше, естественно, соответствует действительности только тогда, когда все идет гладко и все обязательства выполняются. Обычно обязательства выполняются. При совокупном среднем дневном объеме торговли на NYSE и в системе NASDAQ, приближавшимся в 1990 г. к 300 млн акций, число ошибок и возникающих проблем очень невелико. Тем не менее ошибки и проблемы случаются ежедневно и требуют разрешения. В тех случаях, когда на счете фирмы—участника клиринговых расчетов в расчетный день на счете не оказывается необходимого для поставки количества ценных бумаг, говорят, что фирма «сорвала поставку» или просто «сорвала». В действительности, если одна из фирм не производит поставку, это означает, что другая фирма «не получила поставку» («сорвала получение»). Проблема требует немедленного решения, так как в противном случае ухудшится «чистый капитал» (ликвидность) брокера. Исправленный и дополненный Закон о фондовых биржах требует строгого выполнения требований к уровню чистого капитала, и Комиссия по ценным бумагам и биржам имеет право закрывать брокерские фирмы, нарушающие эти требования.

Крах нескольких крупных брокерских фирм в конце 60-х — начале 70-х годов был во многом связан с неспособностью полностью и в срок обработать тот объем сделок продаж, которого они достигли. Часто проблема непоставки возникала в результате пренебрежения некоторыми ключевыми функциями, описанными в данной главе. По мнению многих обозревателей с Уолл-стрит, корнем проблемы являлась обычная жадность. Фирмы, которые совершали рекордное количество сделок, получали хорошее вознаграждение, однако очень мало средств тратили на автоматизацию процесса торговли и обработки информации по сделкам. Вместо автоматизации процесса эти фирмы пытались компенсировать возросшие потребности в обработке сделок просто наймом дополнительного числа клерков, часто не обладавших необходимым опытом, поручая им решать проблемы тем же самым малоэффективным способом, который уже сам породил проблемы. В результате проблемы только усложнялись и даже вели к увеличению срывов в работе, за что в конце концов брокерам и пришлось расплачиваться.

К счастью, финансовые круги очень хорошо усвоили этот урок. Были разработаны автоматизированные системы, а потребность в сертификатах ценных бумаг в осязаемой форме резко сократилась. В результате этих нововведений появилась возможность производить расчеты и поставки на такие суммы, которые еще десятилетие назад казались немыслимыми. В 1990 г. Депозитарная трастовая компания зарегистрировала на счетах 73,9 млн поставок на общую сумму 9,2 трлн дол. Кроме того, было успешно обработано 15 981 размещение новых выпусков стоимостью 354 млрд дол.⁵ Получающие все большее

⁵ *Depository Trust Company - 1990 Annual Report*, p. 6.

распространение поставки ценных бумаг, особенно корпоративных и муниципальных облигаций, путем электронных записей на счетах обещают в будущем сделать процесс обработки сделок еще более эффективным и свести к абсолютному минимуму число ошибок и «срывов».

Клиринговый фонд

Все участники клиринговых расчетов обязаны делать взносы в клиринговый фонд Национальной клиринговой корпорации по ценным бумагам. Наличие фонда гарантирует, что NSCC сможет выполнить свои обязательства, и позволяет распределять риск убытков в случае, если один или несколько участников системы не выполнят своих обязательств на суммы, превышающие их обязательные взносы. Размеры обязательных взносов каждого из участников определяются на основе количества совершаемых ими и обрабатываемых корпорацией сделок. Взносы в клиринговый фонд могут производиться в форме наличных денег, американских государственных ценных бумаг или бумаг, гарантированных государством, муниципальных ценных бумаг и аккредитивов. Правовой титул собственности на внесенные в фонд средства и все начисленные на них проценты принадлежит участникам, поэтому в случае необходимости NSCC может воспользоваться этими средствами только с разрешения участников. Объем фонда за последние несколько лет значительно вырос, что является следствием увеличения платы за обработку сделок, взимаемой с уже существующих и новых членов клиринговой системы, как с брокеров/дилеров, так и банков. Банковское участие в системе быстро возросло со времени расширения клиринговых расчетов по сделкам с муниципальными облигациями, которое постепенно происходило в 1980 и 1981 гг. К концу 1985 г. клиринговый фонд достиг 245 781 000 дол., что было на 230% больше, чем всего пять лет назад⁶.

Трансферт ценных бумаг

Трансферт акций (или облигаций) — это процесс, в ходе которого происходит переход и регистрация правового титула собственности на них в результате продажи, дарения или по каким-либо иным причинам. При том методе поставок и оплаты, который сейчас широко используется в индустрии ценных бумаг и подробно рассматривается нами в данной главе, передача ценных бумаг в физической форме сведена к минимуму и в перспективе должна исчезнуть совсем. В некоторых секторах фондового рынка, например, в торговле обращающимися на бирже опционами, сертификаты в осязаемой форме не выпускаются вообще. Однако кажется, что американцы отличаются особой привязанностью именно к сертификатам акций в осязаемой форме, поэтому попытки регистрировать собственность и передачу правового титула на акции и облигации корпораций исключительно в форме электронных записей на счетах оказываются не очень успешными. Тем не менее в июне 1986 г. Министерство финансов США полностью прекратило выпуск серти-

⁶ *National Securities Clearing Corporation - 7955 Annual Report, p. 10.*

фикатов среднесрочных и долгосрочных казначейских облигаций (бумажные сертификаты казначейских векселей не выпускались уже много лет). Кроме того, все большее число муниципальных ценных бумаг и бумаг государственных агентств выпускается исключительно или по желанию покупателей в форме записей на счетах.

Ценные бумаги, зарегистрированные на «название улицы»

К таким ценным бумагам относят те, которые были куплены по поручению клиента, но зарегистрированы на имя брокера, т.е. как бы на название, например «Уолл-стрит». При этом говорят, что клиент является «собственником-бенефициарием», а брокер — «зарегистрированным собственником», т.е. в записях трансфертного агента в качестве владельца ценных бумаг фигурирует брокер. Клиент брокера для трансфертного агента остается неизвестным. В результате все отправления корпорации-эмитента, такие, как материалы по голосованию, квартальные и годовые отчеты и, конечно, дивиденды, получает брокер, который в свою очередь должен немедленно переправить их клиенту или кредитовать счет клиента на сумму наличных и иных поступлений. Регистрация на имя брокера существенно облегчает процесс передачи ценных бумаг, так как в этом случае исчезает необходимость физического перемещения акции между клиентом, брокером и трансфертным агентом. Если сертификаты изначально не были зарегистрированы на имя клиента, для их передачи не требуется его подпись и поставка брокеру накануне окончательной поставки покупателю. Значение этой формы владения ценными бумагами уже рассматривалось в главе 12.

Технические методы трансферта ценных бумаг

Передача правового титула собственности на ценные бумаги имеет два аспекта: (1) процесс трансферта завершается актом поставки надлежащим образом подписанных сертификатов и (2) трансферт регистрируется в книгах эмитента. В большинстве случаев брокер выступает посредником своего клиента и выполняет все необходимые действия по передаче правового титула собственности и доставке ценных бумаг новому владельцу. Изредка клиенты настаивают на том, чтобы брокер перерегистрировал на них титул собственности, но оставил сертификаты у себя на безопасном хранении. В этом случае клиент получает платежи непосредственно от эмитента, однако для того, чтобы ценные бумаги стали отчуждаемыми в момент продажи, требуется подпись владельца на их сертификатах. Услуга безопасного хранения является достаточно невыгодной и неудобной для брокеров, поэтому некоторые брокерские фирмы ее просто не предлагают. Фирмы же, которые предоставляют такие услуги, как правило, взимают за них высокую плату.

На обороте каждого сертификата именной ценной бумаги имеется отпечатанная форма, называемая «переуступка (передача) и право передоверия». Когда сертификат ценной бумаги с должным образом оформленной переуступкой поставляется в целях передачи правового титула, переход правового титула собственности от прежнего зарегистрированного владельца к новому

владельцу происходит, если даже трансферт не был зарегистрирован в реестре держателей ценных бумаг эмитента или его трансфертного агента, т.е. новый владелец одновременно с оформлением переуступки наделяется всеми правами собственности.

В бланке переуступки имеется место для вписания имени нового владельца, числа акций и имени брокера, который выступает поверенным клиента в процессе трансферта. Таким образом, фраза «право передоверия» означает, что брокер уполномочен в процессе трансферта заменить имя продавца ценных бумаг своим собственным именем. Эта же фраза присутствует в специальной форме, называемой «доверенность на акции (облигации)», которая всегда имеется в брокерских конторах. Вместо подписания самого сертификата ценной бумаги продавец может подписать доверенности на акции, по одной доверенности на каждый подлежащий поставке сертификат. Завершая процесс трансферта, брокер прилагает к каждому сертификату подписанную доверенность. В связи с тем что сертификаты со сделанной передаточной надписью становятся абсолютно отчуждаемыми, многие инвесторы опасаются пересылать их брокеру по почте. Выходом является пересылка неподписанных и, следовательно, непередаваемых сертификатов в одном конверте и подписанных доверенностей на них — в другом. После получения обоих конвертов брокер просто прилагает доверенности к соответствующим сертификатам и завершает процесс трансферта ценных бумаг. Таким образом, в случае утери сертификата на почте инвестор не понесет невозместимого ущерба.

Имя владельца (собственника)

На лицевой стороне каждого сертификата акций должно быть написано полное имя законного владельца. Правильность написания имени имеет огромное значение, поэтому новому владельцу, получившему сертификат и обнаружившему ошибку в написании своего имени, следует немедленно вернуть сертификат трансфертному агенту для исправления. Ни при каких обстоятельствах не разрешается подчищать или как-либо иначе исправлять указанное на сертификате имя. В противном случае сертификат почти наверняка перестанет быть отчуждаемым до тех пор, пока трансфертный агент не получит документальных подтверждений законности права собственности владельца, что может потребовать немало времени. На сертификате акции могут быть указаны имена совместных владельцев. Наиболее распространены три типа совместного владения: совместное владение с правами наследника, пережившего других владельцев и наследников; супружеская общность владения; общее владение. В некоторых штатах совместное владение ценными бумагами ограничивается одним из двух первых типов. Совместное владение с правами наследника, возникшими в результате смерти одного или нескольких наследников (JTWROS), в основном характерно для супружеских пар. Типичное название совместного счета подобного рода выглядит как «Джон А. Смит и Мэри Т. Смит JTWROS». В случае смерти одного из совладельцев все права собственности на имущество автоматически и немедленно, еще до начала процесса утверждения завещания, переходят к пережившему его совладельцу. В одно время это достоинство совместного счета полностью эли-

минировалось потенциальной необходимостью платить значительный налог на наследство, однако после налоговых реформ 1981 г. это неудобство, по крайней мере для супружеских пар, было в значительной мере устранено. При передаче правового титула собственности на ценные бумаги, находящиеся в совместном владении, все зарегистрированные совместные владельцы должны подписать соответствующий сертификат. Это справедливо в отношении ценных бумаг, числящихся на любом из совместных счетов.

Супружеская общность имущества аналогична совместному владению с правами наследника, пережившего других наследников, поскольку она подразумевает право пережившего супруга. Этот тип совместного владения распространен в некоторых штатах и имеет определенные отличия от JTWRROS, проявляющиеся после смерти одного из супругов или их развода.

Общее владение весьма заметно отличается от двух других типов совместного владения, поскольку каждый из совладельцев владеет лишь частью имущества на счете и не имеет прав наследника, возникающих в результате смерти других совладельцев. Доля умершего совладельца становится частью его состояния на момент смерти и распределяется в соответствии с завещанием.

Чеки на получение дивидендов, права голоса на собраниях акционеров и другие документы и права подобного рода, например согласие на продажу акций, должны передаваться (подписываться) всеми совместными владельцами, имена которых указаны на сертификате. Если сертификаты зарегистрированы на имя попечителя, опекуна, доверенного лица, администратора или иного законным образом назначенного представлять интересы другого лица человека, они подписываются именно этим человеком. Если же законный держатель ценных бумаг скончался, для передачи правового титула собственности на них другим людям могут потребоваться дополнительные документы, в число которых обычно включаются: копия свидетельства о смерти, справка об уплате налогов на наследство, копия завещания или копия решения суда о назначении администратора, если покойный не оставил завещания.

Заверка подписей

Во избежание мошенничества Правило 209 NYSE требует, чтобы все подписи на представленных к регистрации сертификатах были заверены персональным членом или представителем организации—члена биржи, представителем коммерческого банка, трастовой компании или иной организации, подпись которого имеет юридическую силу и известна трансфертному агенту. Исключениями из этого правила являются только именные государственные ценные бумаги и ценные бумаги, зарегистрированные на имя брокеров (или иных номинальных владельцев).

На всех бланках доверенностей на акции также имеется место для заверки подписи, однако на практике подписи на них уже давно не заверяются. В связи с тем что фактически все трансферты ценных бумаг осуществляются только с гарантией уполномоченного лица или организации, наличие подписи свидетеля стало излишним.

ДРУГИЕ ПОЛОЖЕНИЯ, РЕГУЛИРУЮЩИЕ ТРАНСФЕРТ

Трансфертные агенты

Трансфертными агентами большинства компаний являются банки или трастовые компании, однако некоторые корпорации предпочитают действовать самостоятельно. Компании, представленные на NYSE, обязаны иметь трансфертного агента, офис которого расположен в финансовом районе Нью-Йорка. Получив сертификат с должным образом оформленной передаточной надписью, трансфертный агент погашает его, обычно путем перфорирования, и выписывает другой, на котором указывает имя нового владельца. В тех случаях, когда представленный ему сертификат требует для завершения процесса трансферта предъявления дополнительной документации, такая документация должна быть составлена надлежащим образом.

Помимо регистрационных функций трансфертные агенты могут выполнять функции платежных агентов, выплачивая наличные дивиденды или распределяя новые акции, если выплата дивидендов осуществляется в такой форме или производится «сплит» (разбивка акций на несколько бумаг с меньшими номиналами). Если речь идет о взаимных фондах, дополнительной обязанностью агента является выкуп (ликвидация) паев по письменному или переданному по телефону требованию клиента. Трансфертный агент также ведет реестр имен и адресов акционеров, хотя следует помнить, что многие из них ему неизвестны, так как являются собственниками-бенефициариями ценных бумаг, зарегистрированных на имя номинальных владельцев; поэтому в действительности в реестре фигурируют главным образом имена брокеров — номинальных держателей ценных бумаг.

Регистратор

Несмотря на довольно звучный титул, работа регистратора в основном состоит из рутинных операций. Получив от трансфертного агента уведомление о том, что какой-либо конкретный сертификат погашен и вместо него выпущен новый, регистратор проверяет по своим записям соответствие (совпадение) числа акций, представляемых новым и старым сертификатами. Таким образом предотвращается «разводнение» акционерного капитала путем избыточного выпуска акций. Если трансфертный агент сделал свою работу аккуратно, обязанности регистратора оказываются чисто номинальными. Однако много лет назад бывали случаи, когда трансфертные агенты ошибались, в результате чего интересы (участия) акционеров фактически «размывались»; именно это стало причиной появления правил, требующих отделения функций регистратора от функций трансфертного агента.

Трансферт облигаций

Трансферт именных облигаций в общих чертах не отличается от уже рассмотренного трансферта именных акций, за исключением того, что обычно в роли трансфертного агента выступает доверительный собственник. Однако

если облигации представлены сертификатами на предъявителя, правовой титул собственности на них передается самим фактом поставки, поэтому не возникает необходимости в формальной регистрации трансферта и даже права собственности на них. Такие облигации просто подписываются владельцем без указания лица, которому они передаются, т.е. делается «бланковый индоссамент». Фактически такие облигации принадлежат тому, у кого они физически находятся, что порождает необходимость их чрезвычайно тщательного хранения. В случае потери или кражи их восстановление оказывается гораздо более дорогим, трудным и длительным делом, нежели восстановление утерянных или украденных именных акций.

Украденные, утерянные или поврежденные сертификаты

Ежегодно масса сертификатов утрачивается — на почте, при пожаре, в результате кражи; иногда люди просто забывают, куда они их положили. Но даже если дом, в котором они хранились, сгорит дотла, у трансфертного агента и у эмитента нет уверенности в том, что они не попадут в руки мошенника и не будут когда-нибудь в будущем предъявлены с требованием выплаты процентов, основной суммы долга или дивидендов.

При обнаружении пропажи сертификатов их владельцу следует немедленно обратиться к эмитенту и трансфертному агенту. Трансфертный агент должен сразу же объявить о запрете на трансфер данных сертификатов на случай, если кто-либо попытается провести операцию с ними. Однако этот запрет не является абсолютно эффективным, так как сертификаты могут уже никогда не появиться на рынке. Затем владелец ценных бумаг дает письменное показание под присягой обо всех обстоятельствах, при которых были утрачены сертификаты. Наконец, ему приходится оформить дорогостоящее обязательство поручителя. Такое обязательство дорого стоит из-за того, что поручительская компания, принявшая его, в случае, если утраченные сертификаты в будущем вновь выйдут на свет, будет обязана выкупить их по любой цене. Таким образом, все сказанное выше является сильным аргументом в пользу того, что ценные бумаги по возможности надо регистрировать на имя брокера.

УНИФИЦИРОВАННЫЙ ТОРГОВЫЙ КОДЕКС, СТАТЬЯ 8

Унифицированный торговый кодекс является попыткой унифицировать разнообразные законы, регулирующие в первую очередь продажу осязаемых и неосязаемых товаров и услуг, а также операции с ценными бумагами. Основные положения кодекса приняты в большинстве штатов.

Статья 8 кодекса применима к операциям с ценными бумагами как объектами капиталовложений⁷. Она направлена на защиту прав на титул собствен-

⁷ В штатах, принявших Унифицированный торговый кодекс, до его появления процесс передачи правового титула собственности на ценные бумаги в значительной мере регулировался Унифицированным законом об отчуждаемых (свободнообращающихся) инструментах и Унифицированным законом о трансферте ценных бумаг, а также рядом законов и положений общего права. Эти законы продолжают действовать в штатах, не принявших кодекса, однако по своему основному содержанию они не слишком отличаются от рассматриваемых здесь положений кодекса.

ности добросовестных покупателей ценных бумаг, заплативших за них их стоимость и не знавших в момент или до покупки о каких-либо притязаниях или требованиях третьих лиц в отношении них. Понятие отчуждаемости (обращаемости) в статье адаптировано к особенностям операций с ценными бумагами, включая формальные проблемы трансферта и регистрации. Добросовестный покупатель получает юридические основания для отклонения претензий и исков со стороны эмитента или третьих сторон.

Если покупатель приобретает ценную бумагу по стоимости, не подозревая о наличии каких-либо притязаний или требований на нее со стороны третьих лиц, и передаточная надпись на сертификате сделана должным образом и надлежащим лицом (если речь идет об именных ценных бумагах, например акциях), он может получить правовой титул собственности на нее и зарегистрировать ее сертификат на свое собственное имя. Его право на ценную бумагу остается в силе, даже если эмитент впоследствии будет утверждать, что в ходе операций с ней до ее поставки данному покупателю были допущены нарушения, за исключением случаев, когда (1) ценная бумага является фальшивой; (2) подпись эмитента на сертификате подделана; (3) выпуск данной ценной бумаги является незаконным или противоречащим конституции. Безупречность правового титула собственности покупателя сохраняется при условии надлежащего оформления передаточной надписи на сертификате и отсутствии у покупателя сведений о притязаниях или требованиях третьих лиц в момент или до совершения сделки купли-продажи, даже если третье лицо докажет, что поставка ценной бумаги была незаконной. Суть этого правила направлена на защиту покупателей от потери правового титула собственности из-за наличия каких-либо осложнений в отношениях между лицами, которых покупатели не знают и которые не являлись одной из сторон в сделках приобретения ценных бумаг этими покупателями.

Кодекс устанавливает, что лицо, передающее ценную бумагу, гарантирует законность и правомочность трансферта, подлинность ценной бумаги и отсутствие претензий к ценной бумаге со стороны, например, эмитента. Он также однозначно устанавливает, что лицо, заверившее подпись на сертификате, гарантирует подлинность этой подписи, наличие у подписавшегося лица права сделать передаточную надпись на сертификате и законного права поставить свою подпись. Эмитент или трансфертный агент, выписывая покупателю новый сертификат, гарантирует, что ценная бумага является подлинной и имеет надлежащую форму, что она выпущена законным образом и не выходит за рамки, определенные для данного выпуска. Представляя сертификат к погашению и требуя оформления нового сертификата, получатель ценной бумаги гарантирует, что необходимая передаточная надпись сделана и подписана только лицами, имеющими на это право. Очевидно, если гарантии всех лиц, участвующих в процессе передачи ценной бумаги и правового титула собственности на нее, окажутся надежными, трансферт ценной бумаги успешно завершится.

4

РЕГУЛИРОВАНИЕ И ПРАВИЛА

МАНИПУЛИРОВАНИЕ НА ПРЕЖНЕМ РЫНКЕ

Одним из наиболее критикуемых аспектов прежнего фондового рынка было ужасающее манипулирование курсами ценных бумаг. Подавляющая часть критических замечаний в отношении фондовых бирж и брокерских фирм, сделанных в ходе сенаторского расследования 1933—1934 г., основывалась на документально подтвержденных случаях крупных манипуляций. Принятие Закона о торговле ценными бумагами 1934 г. в значительной мере было обусловлено именно этими манипуляциями.

Принятие любого закона еще не означает, что люди не попытаются отыскать ходы, позволяющие безнаказанно нарушать его, или не изобретут принципиально новых способов, которые законом не предусмотрены, а следовательно, и не подпадают под его действие. Органы регулирования и надзора, арбитражные учреждения и суды до сих пор продолжают регулярно сталкиваться со случаями манипулирования, иногда действительного, а иногда кажущегося. Некоторые новые методы манипулирования успешно конкурируют со старыми и даже превосходят их как по масштабу, так и по своему бесстыдству; поэтому данная глава представляет собой не только экскурс в историю. Хорошо осознавая причины появления многих положений Закона о ценных бумагах 1933 г. и Закона о торговле ценными бумагами 1934 г., органы управления различных штатов и бирж хотят иметь достаточно полную информацию об условиях, доминирующих на рынке еще совсем недавно.

Мы не ставим перед собой цель оправдать действия тех, кто манипулировал рынком, кто нажился на этих манипуляциях, а также тех представителей общественности и органов власти, которые терпели эти манипуляции или сами участвовали в них. Однако не будем торопиться осуждать бизнес с ценными бумагами как таковой и возлагать на него вину за все экономические и социальные болезни того времени, вспомнив, что этические нормы поведения в самых разных областях общественной жизни в то время стояли на столь же низком уровне. Для Америки начала XX в. были характерны скандалы со страховыми обществами, бутлегерство, захваты земли, воровство леса, скандалы в бейсболе, система политического подкупа, делание состояний на военных заказах, аферы с переводными векселями и чеками, мошенничества с медицинскими патентами, продажи недоброкачественных продуктов, коррупци-

рованность органов власти, недобросовестная реклама, жестокая эксплуатация детского труда, потогонная система производства, нечестная деловая практика трестов и взяточничество, процветающее среди законодателей, и это лишь часть примеров из жизни Америки.

Прежде чем ханжески осуждать все то зло, через которое прошла Америка, или просто пропустить эту главу, посчитав ее ненужным описанием отрицательных событий давно минувших дней, следует вспомнить, что и в наше время многие продаваемые товары по своему качеству не соответствуют рекламе и иногда даже наносят прямой вред покупателям; что появились и процветают компьютерная преступность, торговля наркотиками и мошенничество с кредитными карточками; что люди все еще пытаются получить что-то, не дав взамен ничего; что абсолютно все служащие брокерских фирм не всегда говорят правду и не раскрывают всего того, что должны раскрывать; что государственные чиновники, как и прежде, берут взятки. Более того, многие из описанных в этой главе способов манипулирования, считающиеся ныне отвратительнейшими преступлениями против общества, в то время, когда они использовались, были вполне законными.

Некоторые описанные в этой главе виды манипулирования сейчас практически исчезли из-за запрета регулирующих органов. У нас нет намерения осуждать брокерские фирмы за то, что некоторые из используемых ими в прошлом методов торговли ценными бумагами сейчас признаны неэтичными и/или незаконными. Большинство занятого в индустрии ценных бумаг персонала и представителей органов контроля в наше время старается действовать в соответствии с интересами общества, хотя, естественно, среди них всегда будут находиться исключения. Конечно, доверие к брокерам отчасти объясняется принятием жестких правил, направленных на защиту интересов инвесторов, однако то же самое мы можем сказать и о многих других отраслях, например о пищевой промышленности или о транспорте.

ХАРАКТЕРИСТИКА МАНИПУЛЯЦИЙ

Природа манипулирования

Манипулирование представляет собой искусственное контролирование курсов ценных бумаг; по своей сути оно является попыткой продавать ценные бумаги по ценам выше или ниже тех, которые бы установились в результате нормального воздействия соотношения предложения и спроса. Манипулятор при этом старается получить прибыль или, наоборот, избежать убытков путем установления фиктивных цен, как правило, за счет инвесторов. *Некоторые* манипуляции даже сейчас остаются вполне законными. Конституирующей характеристикой деятельности, называемой манипулированием, является искусственный контроль за ценами, а не ее незаконность.

Цели

Манипуляции совершаются ради достижения одной из трех целей. (1) *Повышение цены*; манипулятор сбывает покупателю акции по возросшей цене. Это

— наиболее обычная цель манипулирования. (2) *Стабилизация цены*. Конечным результатом стабилизации обычно бывает то, что ценные бумаги продаются по ценам лучше тех, что установились бы естественным путем. Необходимость стабилизации часто возникает при первичном размещении нового выпуска; подобная практика разрешена Комиссией по ценным бумагам и биржам при условии полного информирования инвесторов о том, что гаранты размещения используют этот метод для поддержания цены. Этот вид манипулирования редко подвергается критике. (3) *Снижение цены*. Манипуляторы, за исключением так называемых «медведей-налетчиков», стремящихся получить прибыль на «коротких» продажах, редко ставят перед собой эту цель.

Классификация

Манипулирование достаточно трудно классифицировать из-за большого разнообразия форм и множества различных конкретных механизмов их осуществления. В целях упрощения ниже мы рассмотрим манипулирование под тремя основными заголовками: продажи-«стирки», корнеры и операции пулов. Первый тип манипуляций имеет наименьшее значение; второй тип был распространен преимущественно в XIX столетии; третий тип был типичен для рынка 20-х годов и предполагал использование почти всех известных методов и механизмов манипулирования.

ПРОДАЖИ-«СТИРКИ»

Нет необходимости много говорить о продажах-«стирках» (wash sales), которые были одной из наиболее ранних форм манипулирования рынком. По своей сути они являются псевдопродажами; никакого перехода прав собственности здесь не происходит. Не имеет значения, как мы будем называть этот тип манипулирования, поскольку один и тот же результат может быть достигнут несколькими способами. Один из самых простых механизмов манипулирования заключался в том, что два брокера симулировали на бирже продажу ценных бумаг; цена была заранее согласована ими, предложение продать или купить принималось, но ценные бумаги и деньги из рук в руки не переходили. Другой способ состоял в размещении спекулянтом противоположных приказов у двух брокеров; спекулянт продавал определенное число акций через одного брокера и вновь покупал их через другого брокера. Хотя этот метод являлся более скрытым по сравнению с первым, суть оставалась та же: никакого реального перехода собственности не происходило. Третий метод заключался в продаже определенного пакета акций другу или сообщнику. Впоследствии расходы сообщника компенсировались, а акции возвращались к первоначальному владельцу. Используя четвертый метод, муж совершал продажу-«стирку» своей собственной жене, часто для того, чтобы конституировать убыток, учитываемый при налогообложении. В прошлом этот метод активно использовали высокопоставленные лица, однако взимающие подоходный налог инспектора смотрели на этот способ уклонения от налогов весьма скептически.

Основной целью продаж-«стирок» является установление фиктивной цены для получения прибыли или фиксации убытка, преимущественно в налоговых целях. Уже в течение многих лет манипуляции подобного рода считаются незаконными; фондовые биржи давно запретили их. Однако в последние годы манипуляторы достигали в ряде случаев почти аналогичных результатов путем размещения взаимно противоположных приказов разными людьми, что скрывало истинную сущность операции.

Подробное рассмотрение методов манипулирования, перечисленных в законе 1934 г. и его дополнениях, особенно принятых в 1975 г., потребовало бы написания отдельной книги, однако на примере всего нескольких наиболее важных и ранее широко используемых форм манипулирования можно понять характер тех игр, в которые когда-то играли биржевые спекулянты.

КОРНЕРЫ

Сущность

Корнер (угол) — это спекулятивная ситуация на бирже, когда собственность на находящиеся в обращении акции настолько сконцентрирована, что «короткие» продавцы могут найти требующиеся им ценные бумаги только у небольшой по числу членов группы владельцев. При такой ситуации цены на акции растут как естественным образом, так и в результате манипулирования. По мере роста цен спекулянты начинают «коротко» продавать акции, чувствуя, что цены поднялись слишком высоко и вскоре произойдет их падение. Они занимают акции для «коротких» продаж; часто ценные бумаги выдает взаймы группа, контролирующая их рынок. В конце концов спекулянты, стремящиеся закрыть свои позиции, начинают вновь покупать акции, которые они «коротко» продали, и, поскольку эти акции есть в наличии только у контролирующей их рынок группы, им приходится соглашаться на цену, диктуемую этой группой. Таким образом, можно сказать, что «короткие» продавцы «загоняются в угол».

В первые годы функционирования Нью-Йоркской фондовой биржи на ней часто возникали корнеры. В XIX в. они были столь обычны и столь прибыльны, что Генри Клоувс, известный финансист и историк Уолл-стрит, описывая период после гражданской войны, констатировал: «Все крупные состояния были нажиты с помощью корнеров»¹.

Во многих случаях корнеры специально задумывались как «ловушки» для ничего не подозревавших спекулянтов, которые часто были весьма заметными фигурами на рынке. Такие ситуации называли манипуляционными корнерами. Примерами таких корнеров являются корнер с акциями Гарлемской железной дороги 1863 г., корнеры «Stutz» и «Erie raids» 1920 г. и корнер «Piggly Wiggly» 1923 г. Во всех этих случаях манипуляторы охотно выдавали «коротким» продавцам акции взаймы. По мере роста цен «короткие» продавцы продолжали продавать их, тогда как манипуляторы скупали все появляющиеся на рынке акции. Объем «коротких» продаж нарастал, так как акции переэ-

¹ Henry Clews, *Fifty Years in Wall Street* (New York: Irving, 1908), p. 101.

нимались. Время от времени общее число взятых займы акций превышало число действительно выпущенных и находящихся в обращении. Когда напряжение на рынке доходило до предела и «короткие» продавцы в целях предосторожности или в силу безвыходности положения пытались «закрыться»*, манипуляторы требовали возвращения ссуд. Ощущение «загнанности в угол» было полным, и «коротким» продавцам не оставалось ничего другого, кроме как покупать акции по диктуемым их владельцами ценам.

Некоторые корнеры называют «естественными», так как они возникают в результате спекулятивных действий, не связанных с манипулированием, например, когда несколько контролирующих данные акции групп начинают скупать их на открытом рынке с целью установления контроля над компанией-эмитентом. По мере того как цены на акции растут, «короткие» продавцы начинают продавать их, не имея полного представления о ситуации. В конце концов они оказываются «загнанными в угол», так как могут купить эти акции только у контролирующей их группы. Классическим примером подобного корнера является знаменитый корнер с акциями «Northern Pacific» 1901 г.

Яркими эпизодами в истории Уолл-стрит являются некоторые корнеры, организованные великими биржевыми игроками прошлого. О нескольких знаменитых корнерах речь пойдет дальше.

Первый корнер с акциями Гарлемской железной дороги

Два корнера с акциями Гарлемской железной дороги возникли главным образом благодаря двум людям. Первым был коммодор Корнелиус Вандербильт, который нажил состояние, занимаясь пароходным бизнесом; он обратил внимание на железные дороги в начале 60-х годов прошлого века, увидев в них большие перспективы. Вторым стал Дэниэл Дру, очень набожный человек по воскресеньям и безжалостный бизнесмен с Уолл-стрит по всем другим дням недели.

В 1862 г. Вандербильт приобрел участие в Гарлемской железной дороге в Нью-Йорке всего по 8 дол. за акцию². Ко времени, когда он получил контроль над компанией, стоимость акций достигла 50 дол. за штуку, а Вандербильт начал строить продолжение дороги в нижний Манхэттен. Дру также купил некоторое количество акций компании, однако был недоволен приносимой ими скромной прибылью. Постепенно курс акций поднялся до 100 дол. В этот момент Дру тайно договорился с боссом Твидом и членами муниципального совета об отзыве лицензии у Гарлемской железной дороги; одновременно все начали «коротко» продавать акции этой компании. Курс акций упал до 72 дол., однако ниже не опускался, так как Вандербильт скупал по этой цене все появляющиеся в продаже акции. «Короткие» продавцы начали осознавать какой-то подвох, однако было уже поздно. Подвох был в том, что «короткие» продавцы продали 137 000 акций — на 27 000 больше, чем их было в действительности. Вандербильт резко поднял курс акций до

* «Закрывать» открытую позицию с помощью обратной операции (в данном случае — продажи акций). — Прим. ред.

² R.I. Warshaw, *The Story of Wall Street* (New York: Greenberg, 1929), p. 91.

179 дол., и Дру, Твиду и членам муниципального совета пришлось покупать акции именно по этой цене.

Второй корнер с акциями Гарлемской железной дороги

Главными действующими лицами второго корнера были Вандербильт, Дру и члены законодательного органа (легислатуры) штата Нью-Йорк. Вандербильт, решив получить от властей штата чартер на создание корпорации, обратился непосредственно в легислатуру. Дру в свою очередь, побуждаемый благоприятным отношением легислатуры, в течение нескольких дней поднял курс акций с 75 до 150 дол. и вместе с членами легислатуры начал активные «короткие» продажи акций железнодорожной компании. Затем значительным большинством голосов легислатура отклонила заявление о предоставлении чартера. За два дня курс акций упал на 50 пунктов, после чего начал быстро расти. Акции, необходимых для закрытия «коротких» позиций, на рынке не было. Снова выяснилось, что акций продали больше, чем их было выпущено. Курс продолжал расти, и Вандербильт начал загонять спекулянтов в «угол». Когда цена достигла 285 дол., он наконец стал их продавать «коротким» продавцам. Дру пришлось в частном порядке выплатить Вандербильту 500 000 дол.

«Erie raids* (Эри рейдз)

В начале своего существования компания «Erie Railroad» была одной из самых крупных железнодорожных компаний страны и, так же как и многие другие, оказалась жертвой нескольких крупнейших фондовых манипуляций в истории американских железных дорог³. Эти манипуляции известны под названием «Erie raids». Их было несколько, и две из них типичны. Главными участниками этих манипуляций стали Вандербильт, Дру, Фиск и Гоулд.

Джим Фиск начал свою предпринимательскую карьеру разносчиком текстильных товаров в штате Вермонт. Позднее он стал одним из компаньонов в крупной текстильной фирме в Бостоне. Во время гражданской войны его в высшей степени необычные методы выполнения армейских заказов на одеяла казались компаньонам столь сомнительными, что ему выплатили 60 000 дол. наличными за то, чтобы он ушел из фирмы. После этого он объединился с Дру и Гоулдом.

Джей Гоулд был одним из самых проницательных игроков, когда-либо спекулировавших на Уолл-стрит. Когда ему перевалило за двадцать, он женился на дочери оптового торговца бакалейными товарами и получил контроль над маленькой обанкротившейся железнодорожной компанией — ее акции в то время ничего не стоили. За короткое время он реорганизовал компанию и с большой выгодой продал ее. Его следующей очень доходной операцией стала покупка и продажа железной дороги, связывающей Питтсбург и Кливленд. К этому времени ему было всего 25 лет.

После назначения в 1859 г. администратора для управления делами «Erie Railroad» Дру предоставил компании кредит в размере 1 млн дол. с условием

³ Warshow, *op. cit.*, p. 109; Clews, *op. cit.*, p. 137.

введения его в состав совета директоров. К 1868 г. компания накопила средства в размере 16 млн дол. и стала весьма лакомым «кусочком». В это время Вандербильт, воодушевленный успехами консолидации компании «New York Central», решил вырвать у Дру и его компаньонов Гоулда и Фиска контроль над «Erie Railroad». Он начал скупать акции компании, тогда как Дру и его компаньоны продавали их по постоянно растущей цене. Вандербильт не только скупил все действительно выпущенные акции железной дороги, но и приобрел у «коротких» продавцов дополнительно 50 000 акций; он был уверен, что Дру снова окажется в «углу».

Однако на этот раз Дру удалось избежать повторения катастрофы, постигшей его в корнерах с акциями Гарлемской железной дороги. На тайном ночном заседании совет директоров компании принял решение о выпуске конвертируемых облигаций на сумму 10 млн дол. Посредством продажи-«стирки» Дру эти облигации были конвертированы в 100 000 обыкновенных акций. В течение нескольких дней эти 100 000 акций оказались выброшенными на рынок. Вандербильт за 7 млн дол. сумел купить и этот пакет. После этого он стал обладателем 100 000 акций, которые не решался продавать и которые никто не хотел покупать; его деньги оказались полностью связанными. В отчаянии он обратился к своему другу-судье, который поклялся к вечеру арестовать троих компаньонов. Трое членов исполнительного комитета компании «Erie Railroad» не стали дожидаться ареста и в спешке бежали на побережье Нью-Джерси, прихватив с собой деньги и бухгалтерские книги; они унесли 4 млн дол. наличными.

Ситуация стала патовой. Дру, Фиск и Гоулд вместе с деньгами находились в безопасности в штате Нью-Джерси, но не могли вернуться домой. Вандербильт потерял свои 7 млн дол.; банки отказывались выдать ему кредит; его финансовое положение стало весьма напряженным. В конце концов был достигнут компромисс: Дру и его компаньоны удерживали за собой 7 млн дол., но обязались выплатить Вандербильту эту сумму из кассы «Erie Railroad». Соглашение было выполнено, а несчастную железную дорогу бросили на произвол судьбы. По соглашению, Дру должен был передать управление компанией Гоулду. Он стал теперь богатым и владел 13 млн дол., однако отставка сделала его несчастным человеком. В конце концов он снова вернулся на фондовый рынок.

x

В очередном корнере из серии «Erie raids» его партнерами опять выступали Гоулд и Фиск. Эти трое решили подготовить сцену для будущих действий, создав панику. Они внезапно изъяли 14 млн дол. наличными со счетов в банках, что резко обострило ситуацию с кредитами по всей стране; ставка по ссудам до востребования достигла 160%. Все трое начали «коротко» продавать акции «Erie». Тем временем пул достиг успеха, и акции «Erie» упали на 30 пунктов. Дру проявил осторожность и отказался продолжать совместные операции с партнерами, тогда как Гоулд и Фиск планировали новый «налет» на рынок. Спустя короткое время курс акций еще больше понизился, и Дру пожалел о своей осторожности; он вновь начал «коротко» продавать акции, но уже за свой счет. Узнав о его операциях, Гоулд и Фиск решили его наказать. В то время как Дру продолжал продавать ценные бумаги, Гоулд и Фиск перешли к скупке всех появляющихся на рынке акций. Вскоре Дру

обнаружил, что успел продать 70 000 акций; «закрыться» он не мог, так как все находящиеся в обращении акции компании были в руках Гоулда и Фиска. Дру оказался загнанным в «угол» своими прежними компаньонами; у него не было законного выхода из ситуации; у него не было друзей на Уолл-стрит; его убытки достигли ошеломляющих размеров. Дру был разбит и сломлен. В нескольких последующих операциях он потерял остатки своего состояния и через несколько лет умер в бедности, завещав наследникам менее 1000 дол. На Уолл-стрит вздохнули с облегчением: «Дядя Дэниэл» ушел навсегда. Подходящей эпитафией на его надгробном камне стали слова, которые он когда-то произнес: «Человек, продающий то, чего не имеет, должен суметь выкупить это обратно или сесть в тюрьму».

После корнеров «Erie raids» Джей Гоулд стал сильнее, чем когда-либо прежде. Самым известным корнером, который он организовал, оказался корнер с золотом, а не с акциями. 4 октября 1869 г. он предпринял дерзкую попытку «загнать в угол» рынок золота. В ту «черную пятницу» он потерпел самое жестокое поражение в своей жизни. До конца оставаясь хитрым и коварным, он умудрился переложить бремя убытков на Джима Фиска, фирма которого после этого фактически перестала существовать.

Корнер с акциями «Northern Pacific»*

Великий корнер с акциями компании «Northern Pacific» произошел в 1901 г.; возможно, это был самый выдающийся корнер в истории Уолл-стрит⁴. Причиной возникновения корнера стала борьба двух финансовых гигантов за контроль над небольшой железной дорогой, соединявшей Чикаго, Барлингтон и Квинси и больше известной под названием «Burlington». Две противоборствующие стороны представляли Джеймс Дж. Хилл, владелец «Northern Pacific», и Эдвард Г. Гарриман, контролировавший «Union Pacific». За спиной Хилл а стояла компания «J.P. Morgan and Сотрапу»; Гарримана поддерживала фирма «Kuhn, Loeb and Сотрапу». Хилл стремился получить контроль над «Burlington» для того, чтобы не допустить проникновения «Union Pacific» на свою территорию; кроме того, эта железная дорога открывала доступ к крайне необходимому ему вокзалу Чикаго. Гарриман же старался завоевать эту железную дорогу из-за того, что она шла параллельно принадлежащей ему дороге «Union Pacific» и, следовательно, в будущем могла составить ему конкуренцию.

Обе стороны начали скупать акции «Burlington» практически одновременно. Сначала возглавляемый Гарриманом синдикат предпринял попытку скупить акции на открытом рынке. Попытка провалилась, так как группа Хилла сумела договориться с крупными акционерами железной дороги и купила контрольный пакет акций по цене 200 дол. за штуку. После этого Гарриману пришлось пойти на самые решительные меры. Говорили, что он «покупал корову ради того, чтобы получить теленка», т.е. для получения контроля над «Burlington» ему надо было купить «Northern Pacific». Не имея вначале ни одной акции «Northern Pacific», фирма «Kuhn, Loeb and Сотрапу» в течение

⁴Warshow, *op. cit.*, p. 242.

двух месяцев сумела скупить большую их часть, учитывая привилегированные акции. Однако владея большей частью всего выпущенного акционерного капитала, Гарриман так и не получил в свои руки контрольный пакет обыкновенных акций.

Морган сдаваться не собирался. По его приказу на бирже было куплено 150 000 обыкновенных акций; по мере их скупки цена выросла со 112 до 150 дол. Владея этими акциями, Морган теперь имел возможность ввести в устав «Northern Pacific» крайне необычную оговорку. Она давала право совету директоров, по их желанию, 1 января любого года производить выкуп привилегированных акций. Полностью контролируемый Морганом совет директоров немедленно принял требуемое решение, чтобы устранить влияние противоборствующей группы.

Между тем следствием «великой битвы» стал очень большой объем «коротких» продаж. За непродолжительный период число проданных акций превысило число всех выпущенных компанией акций. «Короткие» продавцы в ужасе обнаружили, что взять акции в займы невозможно, и были вынуждены размещать приказы на их покупку. Возник непреднамеренный корнер. Курс акций последовательно поднимался до 170, 225, 280, 300, 650, 700 дол., после чего была зафиксирована одна сделка продажи акций по курсу 1000 дол. Ставка по кредитам до востребования взлетела до 70%. Катастрофа разразилась, когда спекулянты, торопясь получить наличную прибыль, принялись сбрасывать на рынке прибереженные акции. 9 мая, незадолго до закрытия биржи, две крупные финансовые группы прекратили боевые действия; они объявили, что будут выдавать «коротким» продавцам акции в займы. Ситуация на рынке быстро нормализовалась, а ставка по ссудам до востребования упала до 3%; в тот день на бирже был зарегистрирован рекордный объем торговли (3,2 млн акций). На следующий день «короткие» продавцы смогли «закрыться», платя по 150 дол. за акцию, и корнер прекратил существование.

Борьба двух финансовых групп завершилась компромиссом. Морган не стал выкупать привилегированные акции «Northern Pacific»; Гарриман отказался от попыток получить контроль над «Burlington». Вместо этого было решено передать весь акционерный капитал трех железнодорожных компаний новой холдинговой компании, получившей название «Northern Securities Company», в которой все заинтересованные стороны имели равное представительство. Величайшая в истории Уолл-стрит финансовая битва завершилась.

Корнер «Stutz»

На Нью-Йоркской фондовой бирже до первой мировой войны были зафиксированы два заметных корнера: корнер «Stutz» 1920 г. и корнер «Piggly Wiggly Stores» 1923 г.⁵ В случае корнера «Stutz» операции велись с акциями компании «Stutz Motors» — производителя популярного среди молодежи средства быстрого передвижения «Stutz Bearcat». Капитал компании состоял из 100 000 акций. Корнер с этими акциями организовал Аллан А. Райен, представляв-

⁵ J.E. Meeker, *The Work of the Stock Exchange* (New York: Ronald Press, 1930), p. 604.

ший биржевую фирму «Allan A. Ryan and Сотрапу». По мере приближения кульминационного момента корнера объем «коротких» продаж стремительно рос. Райен и его компаньоны заключили контракты на покупку ПО ООО акций, что на 10 000 превышало выпущенный акционерный капитал. Воспользовавшись преимуществами своего положения, Райен договаривался о расчете с «короткими» продавцами по ценам от 500 до 1000 дол. за акцию. Руководство биржи, встревоженное развитием ситуации, решило приостановить сделки с этими ценными бумагами. Уже подписанные контракты сделок «коротких» продаж немедленно стали объектами длительных судебных разбирательств; «короткие» продавцы поспешили объявить всю операцию Аллана Райена незаконной. Как следствие этого курс акций упал до 20 дол. Аллан Райен и его фирма были разорены; все понесенные убытки приняли на себя несколько банков, стоявших за спиной Райена.

Корнер «Piggly Wiggly»^{*}

В 1923 г. Клеранс Сондерз, президент компании «Piggly Wiggly Stores», попытался создать корнер на рынке акций своей собственной компании⁶. За непродолжительное время он смог «загнать в угол» весь обращающийся на бирже акционерный капитал компании и начал договариваться с «короткими» продавцами о расчете по ценам от 100 до 1000 дол. Однако биржа приостановила действие своих требований в отношении сроков поставок этих ценных бумаг. Как только на рынок обрушились акции, принадлежавшие проживающим за пределами Нью-Йорка владельцам, корнер быстро прекратил свое существование, а Сондерз получил в свое распоряжение все причитающиеся ему по контрактам «коротких» продаж акции. После этого NYSE приняла решение о прекращении их котировки.

ОПЕРАЦИИ ПУЛОВ

Сущность пуло

Пулом называется временное объединение двух и более лиц с целью совместного проведения операции с ценными бумагами, имеющей характер манипуляции. Каких-либо особых причин, по которым манипулирование может проводиться только пулами, не существует; многие манипуляции подобного рода весьма успешно с финансовой точки зрения реализовывались одним человеком — в качестве примера можно назвать Дру, Литтла, Вандербильта, Гоулда и Кина. Однако в 20-е годы именно пулы стали в высшей степени популярными. Возможности объединения капитала, навыков в совершении сделок, опыта и связей с корпорациями в рамках общего предприятия казались столь привлекательными, что пулы стали типичной формой организации манипуляторов того времени.

В 20-х — начале 30-х годов число участников пула могло быть разным. Например, пул «Radio», один из крупнейших, насчитывал около 70 участни-

⁶ *Ibid.*, p. 605.

ков; первый пул «Фох» состоял из 32 членов, а второй — 42. В состав весьма доходного алкогольного пула 1933 г. входили всего лишь 8 участников.

Договоры о создании пула

Операции пула обычно оформлялись договором о его создании. Договор мог представлять собой устное соглашение нескольких человек об активной торговле конкретными ценными бумагами с использованием совместного счета, а мог быть и весьма объемным и сложным документом, регламентировавшим все аспекты прав и обязанностей каждого из участников. В более формальных договорах пул обычно назывался синдикатом. В договоре указывались менеджер пула и его вознаграждение, расписывались капиталовложения каждого из участников, фиксировались время и порядок распределения прибылей и убытков, специально оговаривались все опционные соглашения. Обычно всем участникам рассылались уведомления и копии договора, которые подписывались ими и возвращались организаторам пула.

Управление

Для достижения успеха в операциях пула нуждались в квалифицированных и опытных менеджерах. Ими могли стать биржевые торговцы с опытом проведения хитроумных сделок, управляющие корпораций, но чаще всего — брокеры и дилеры. Часто на роль менеджера приглашали членов биржи: их знание рынка и опыт в исполнении биржевых приказов ценились очень высоко. Именно через членов биржи можно было размещать приказы на покупку или продажу ценных бумаг «на усмотрение брокера», которые исполнялись в любое подходящее время.

Менеджеры в качестве членов пула принимали участие в разделе его прибылей, а также получали вознаграждение за свою работу. Вознаграждение менеджера часто устанавливалось в размере 10% от чистых прибылей пула; в дележе убытков он не участвовал. Кроме того, менеджер, если он одновременно был брокером, получал регулярные комиссионные за исполнение¹ биржевых приказов.

Пулы, создаваемые в целях манипулирования акциями

Объектами деятельности синдикатов, пулов или групп, имеющих совместный счет, становились акции многих известнейших компаний, котировавшиеся на Нью-Йоркской фондовой бирже и на «Уличной» (ныне Американской) фондовой бирже. В 1929 г. пулы с участием членов NYSE по одному или несколько раз манипулировали акциями 107 корпораций⁷. Хотя попыток манипулирования акциями ^General Motors* или «U.S. Steeb не отмечалось, в списке компаний, ценные бумаги которых оказывались в центре внимания пулов» присутствуют такие гиганты, как «American Tobacco», «Chrysler», «Curtiss-Wright», «Goodrich», «Montgomery Ward», «National Cash Register*», «Packard»,

⁷ *Stock Exchange Practices, Senate Report No. 1455, 73d Cong., 2d sess., p. 32.*

«Radio Corporation of America», «Standard Oil of California», «Studebaker» и «Union Carbide». После 1929 г. число выпусков ценных бумаг, ставших объектами манипуляций, резко пошло на убыль: в 1930 г. были отмечены манипуляции с акциями 35 эмитентов, в 1931 г. — 6, в 1932 — 2 и в 1933 — 23. В эти данные включены только те манипуляции, в которых принимали участие члены NYSE. Сведений об общем числе подвергшихся манипулированию эмиссий нет. Активность пулов на «Уличной» бирже в эти годы была значительно ниже. Например, в 1929 г. пулы, в которых принимали участие члены этой биржи, проводили операции всего лишь с акциями 27 эмитентов.

Прибыли пула

Успешная манипуляция всегда приносит доход. В нескольких случаях данные о прибылях пулов были опубликованы. Одним из самых прибыльных считается пул по манипулированию акциями «Sinclair Consolidated Oil», действовавший в 1929 г.; его прибыли от синдицированных операций составили 12,618 млн дол.⁸ Операции пула «Radio» в 1929 г. принесли его участникам чистую прибыль в размере 4,9 млн дол. Пул, созданный ради акций «American Commercial Alcohol», заработал 210 тыс. дол. Прибыль первого пула «Fox» составила 433 тыс. дол., а второго — 1,938 млн дол. Четыре участника пула «Kolster Radio» разделили между собой 1,341 млн дол.

Сговоры с должностными лицами корпораций

В 20-х годах довольно обычной практикой было приглашение в пулы директоров и менеджеров корпораций. Остается фактом, что многие из так называемых «инсайдеров» (должностных лиц корпораций) играли не последнюю роль в организованных пулах. Такое переплетение интересов шло на пользу как самому пулу, так и «инсайдерам». При этом сговоры были слишком очевидными: пул и руководители корпораций получали прибыль за счет акционеров.

Для пула выгода от сговоров с должностными лицами компаний была тройной: (1) пул имел возможность получать опционы на акции непосредственно у компании; (2) ему было гарантировано благосклонное отношение со стороны руководства компании; (3) менеджеры пула получали доступ к ценнейшей информации. Использование опционов будет подробно рассмотрено ниже; пока же кратко остановимся на двух других выгодах.

В результате сговора пулу гарантировалось доброжелательное отношение «инсайдеров» компании. Получая прибыль от операций пула, они полностью его поддерживали. Они не распространяли негативную информацию о своей компании или об операциях пула, не противодействовали действиям пула сами и не оказывали помощи тем, кто пытался это сделать.

Пул также пользовался внутренней информацией компании. Такую информацию при особом желании можно было получить, однако до акционеров и широкой публики она обычно не доводилась. Ее можно было должным

⁸*Ibid.*, p. 63.

образом интерпретировать; она полностью соответствовала действительности. Кроме того, пул всегда мог распространить информацию о делах корпорации именно в тот момент, когда его операции обещали принести максимальные прибыли. Обычно пулы в полной мере пользовались своим информационным преимуществом: ведь всегда найдется множество способов организовать утечку информации, которая благоприятно скажется на курсе акций. Пулы не пренебрегали ни одним из этих способов, на что будет указано далее.

Сговоры с должностными лицами корпораций не являлись чем-то необычным в операциях пулов 20-х годов. В одном из пулов жена высшего исполнительного руководителя компании получала значительную долю прибыли, не участвуя лично в его затратах. В другом пуле принимали активное участие председатель правления, президент, председатель исполнительного комитета, несколько директоров и крупнейших акционеров компании. Еще в одном пуле среди участников были президент, председатель исполнительного комитета, казначей, консультант, несколько директоров и вице-президент корпорации. Известен также случай, когда президент компании получил 25% чистой прибыли пула.

То, что подобные сговоры были вопиющим нарушением фидуциарных отношений, не вызывает сомнения. Тем не менее они существовали и в некоторых кругах даже считались абсолютно законными.

Сговоры со специалистами

Другой формой сговора являлся сговор со специалистами. Их услуги часто оказывались весьма ценными для менеджеров пулов. Они на собственном опыте изучили рынок и могли выбрать самое лучшее время для начала операций пула. В ряде случаев менеджеры синдикатов просто отдавали специалистам, управляющим счетами в торговом зале биржи, приказы «на усмотрение брокера». Обладая самыми достоверными знаниями о рынке, специалисты производили операции купли-продажи именно тогда, когда они могли принести пулу максимально возможную прибыль.

В ходе сенатского расследования практики торговли ценными бумагами специалисты, получавшие выгоду от подобных операций, были названы поименно. Например, в одном из пулов «Fох» два специалиста, принимавших и исполнявших в торговом зале биржи приказы «на усмотрение брокера», получили 42 тыс. дол. в качестве участников пула и чек на 10 тыс. дол. от менеджера «в награду за проделанную работу по формированию благоприятного рынка»⁹.

Торговые пулы

В 20-е годы существовало два типа пулов. Одним из них был торговый пул. Он не приобретал ценные бумаги по опционам, а покупал их на открытом рынке по наиболее доступной цене. Естественно, они не ставили целью повыше-

⁹ //ж./.,р. 48.

ние курса акций, по крайней мере до тех пор, пока пулу не представится возможность выкинуть на рынок приобретенные акции по новой более высокой цене. Для покупки акций использовалось несколько методов. Первый из них заключался в провоцировании падения курса путем осуществления «коротких» продаж или распространения негативной информации о выпуске или эмитенте. Второй метод состоял в стабилизации курса; отсутствие роста цены на фоне повышения курсов всех других обращающихся на рынке ценных бумаг лишало акции, представляющие для пула интерес, популярности среди инвесторов. Как только внимание владельцев этих акций переключалось на другие выпуски, пул спокойно приобретал значительные пакеты интересующих их акций. Третьим, самым дорогим методом была скупка акций по постоянно возрастающей цене. Менеджеры торговых пулов применяли различные способы, например «встряски» (существенные изменения в рыночных условиях), чтобы скупать у держателей интересующие пул акции до тех пор, пока не будет накоплен пакет, достаточный для оправданного повышения цен на акции или установления «маржи» (надбавки к цене).

Знаменитый пул «Radio» 1929 г. является примером классического торгового пула, менеджер которого не использовал в операциях опционы. Ниже мы дадим более подробное описание деятельности этого пула.

Опционные пулы

Опционным называют пул, который приобретает большую часть или все акции по фиксированным ценам, установленным еще до начала операций. Опционы на покупку акций приобретались у самой корпорации-эмитента, ее крупных акционеров, директоров, других должностных лиц, банков и биржевых спекулянтов. Для покупки акций использовались опционы «колл*». Приобретая опцион, менеджер пула получал возможность исполнить его по установленной цене в любое время до истечения срока его действия.

Опционы имели различные сроки аннулирования. Часть опционов оставалась действительной всего лишь в течение трех-четырёх недель. Срок почти половины всех опционов составлял 1 год. Известен случай, когда опцион мог быть исполнен в течение 25 лет.

Опционные контракты предъявлялись к исполнению только тогда, когда цена была благоприятной. Другими словами, если опцион давал менеджеру право купить акции по 50 дол. за штуку, исполнять его имело смысл лишь после того, как рыночная цена акций поднимется выше этой отметки. Успешно действовавшим пулам часто удавалось поднимать рыночные курсы акций существенно выше цен исполнения опционов.

В 20-е годы опционные пулы были обычным явлением; во всяком случае, большинство пулов использовало в своих операциях именно опционы. Проводя расследование деятельности пулов, Комитет сената обнаружил, что за период 1929—1933 гг. было подписано рекордное количество опционных контрактов: 286 опционов на 17 380 000 акций¹⁰.

¹⁰ . р . 45.

Причины популярности опционных пулов лежат на поверхности. Менеджеры таких пулов обеспечивали себе гарантированное приобретение определенного числа акций, не неся при этом никакого финансового риска; продавцы опционов часто имели возможность выбросить на рынок большие количества невостребованных акций по привлекательным ценам, а обычная премия при продаже опционов «колл» составляла в случае 30-дневного опциона 137 дол. 50 центов за каждые 100 акций. История знала много опционных пулов, спекулировавших с акциями компаний: «Sinclair Consolidated Oil», «American Commercial Alcohol», «Goodyear Tire», «Fox Theaters*», «Remington Rand», «Curtiss-Wright*», «National Cash Register*», «Park and Tilford*», «National Steel*», «Crosley Radio*», «Canada Dry*», «Colgate-Palmolive-Peet», «North American Aviation*», «Standard Brands*» и «Republic Iron and Steel*».

Во многих случаях менеджеры имели возможность без особых затрат получать опционы непосредственно у корпораций. Такие опционные контракты подписывались на уже разрешенные к выпуску, но еще реально не выпущенные акции. Иногда опционы охватывали сразу 20—25% выпущенного акционерного капитала компании. Причина практически бесплатного получения пулами подобных опционов очевидна: многие должностные лица корпорации имели доход от операций пула, а директора и высшие менеджеры были непосредственными участниками пула.

На нескольких примерах мы покажем, каким образом действовали опционные пулы. Менеджеры пула, манипулировавшего акциями «Sinclair Consolidated Oil*», получили от компании опцион на покупку 1 130 000 акций по цене 30 дол. за штуку; эти акции составляли примерно 20% всего уставного капитала компании¹¹. В момент начала переговоров об опционе акции компании продавались по 28 дол. Однако в тот день, когда опционный контракт был фактически подписан, курс акций на момент открытия биржи равнялся 32, а в момент закрытия биржи стоял на отметке $35\frac{3}{4}$. На следующий день они продавались по $37\frac{1}{4}$, а цена закрытия составила $36\frac{3}{4}$. Пул без какого-либо риска для себя приобрел все 1 130 000 акций и с большой выгодой продал их на открытом рынке. Кроме того, он ранее скупил на рынке еще 634 000 акций и затем успешно распродал их, получив валовую прибыль в размере 465 тыс. дол. К тому же он дополнительно «коротко» продал 200 000 акций и заработал на этом 2 млн дол.

В начале 1933 г. была проведена грандиозная спекуляция с так называемыми аннулируемыми акциями. Чтобы воспользоваться преимуществами сложившейся ситуации, сформировался пул по операциям с акциями компании «American Commercial Alcohol». Он получил от компании опцион на покупку 25 000 акций по цене 18 дол. за штуку¹². В тот день, когда директора действительно приняли решение о выпуске новых акций, цены на акции компании колебались от $30\frac{7}{8}$ до $33\frac{1}{2}$. Через два месяца после выдачи опциона курс достиг отметки $89\frac{7}{8}$. Операции пула принесли крупные прибыли должностным лицам компании, ее директорам и основным акционерам.

¹¹ *Ibid.*, p. 63.

¹² *Ibid.*, p. 55.

Реклама и разглашение информации

Реклама всегда являлась незаменимым инструментом в операциях пулов. Цель рекламы состоит в том, чтобы привлечь внимание широких кругов инвесторов к каким-либо конкретным акциям и поддерживать его до тех пор, пока пул не начнет продавать их. Операции пулов всегда тщательно планировались по времени и обычно приурочивались к пресс-конференциям компании и появлению сообщений о доходах, дивидендах, реорганизации и новых назначениях, проведении «сплитов» акций и положительной динамике развития компании. Существовало множество способов сделать акциям хорошую рекламу.

Очень эффективно применялась тактика распространения намеков и слухов. Умело посеянные слухи начинали широко циркулировать среди торгующей публики. Они быстро передавались из одной брокерской фирмы в другую, от одного торговца к другому. Многие слухи в конце концов находили свое подтверждение на ленте тикера или газетных колонках финансовых новостей. Однако нередко слухи невозможно было ни подтвердить, ни опровергнуть. Почему же этим слухам так часто верили? Отчасти из-за того, что участники торговли ценными бумагами того времени отличались большой доверчивостью. Более того, многие полностью подтвердившиеся впоследствии сообщения о корпорациях сначала появлялись в виде слухов или «утечки информации». Людей, способных отличить действительные факты от сфабрикованных слухов, было мало.

Многие брокерские фирмы не гнушались практикой распространения слухов вокруг тех акций, в которых они были заинтересованы как участники или менеджеры пулов. Своими прозрачными намеками они часто побуждали биржевых спекулянтов покупать эти акции. Для привлечения сторонних инвесторов широко использовались рыночные листки, распространяемые брокерами среди клиентов и содержащие внешне объективные данные анализа рынка конкретных акций.

К процессу пробуждения у инвесторов интереса к акциям также привлекались платные эксперты в области рекламы и формирования общественного мнения. Один из таких экспертов за три года сумел заработать 500 тыс. дол.; эта сумма сложилась из наличных платежей, купленных для него фондовых опционов и произведенных пулом его взносов в оплату новых акций. Одним из наиболее эффективных средств общественного воздействия этого эксперта являлась короткая радиопрограмма под названием «Дружелюбный экономист». Выходя в эфир ежедневно в 10 ч вечера, она содержала обзор рынка за день и множество аккуратных сделанных вкраплений в виде небольших комментариев по поводу предполагаемой доходности акций, в которых были заинтересованы пулы. За три года эксперт распространил нужную информацию по меньшей мере для 250 пулов, нередко работая одновременно на 30 пулов¹³. Проведенное Сенатом в 1933—1934 гг. расследование вскрыло массу примеров подобной оплачиваемой деятельности по привлечению внимания инвесторов.

¹³ *Ibid.*, p. 44.

Большинство рекламных кампаний пулов в конечном счете оказывалось на страницах газет. Восторженные рассказы о перспективах компаний часто были готовыми статьями для колонок финансовых новостей. Эти рассказы содержали не только факты, но и прогнозы в отношении блестящего будущего компаний. В самый разгар деятельности пула «Radio» нью-йоркская газета опубликовала статью о планах компании развернуть работу за рубежом, о расширении ее бизнеса, об обсуждаемых перспективах ее развития и т.д. В другой газете «купленный» обозреватель сообщил, что акции «Radio» обладают великолепными инвестиционными характеристиками; он утверждал, что те, кто ранее продал эти акции за 100 дол., теперь вновь покупают их по более высокой цене, что, по слухам, в ближайшее время их курс поднимется до 200 дол. Газетные публикации помогли, и курс акций поднялся, но только до 109 дол. Именно при этой цене пул и начал выкидывать их на рынок. Всего за один месяц курс упал до 80 дол. Впоследствии выяснилось, что пул открыл этому обозревателю гарантированный счет в брокерской фирме; доходы обозревателя за восемь месяцев составили 20 тыс. дол.

Еще одним методом привлечения внимания к акциям была так называемая поддержка тикера, или «рисование на ленте». Он заключался в совершении сделок с нужными ценными бумагами, информация о которых отражалась биржевым телеграфом, и в передаче непрерывного потока данных, когда использовался тикер новостей. Таким образом, при использовании биржевого тикера цель достигалась путем повторяющихся сделок с ценными бумагами, к которым надо было привлечь внимание инвесторов, а при использовании тикера новостей — путем последовательной передачи новостей о корпорации-эмитенте. Этот метод оказался весьма эффективным, так как подавляющее большинство инвесторов в то время, так же как и сейчас, относились к категории «читателей ленты» и принимали спекулятивные решения почти исключительно на основе информации на ленте тикера и на сообщениях новостей. Инвесторы, ожидавшие «сигналов графиков» или важных новостей, чтобы начать действовать, получали и то и другое.

Имитация активности рынка

Последним широко применяемым пулами средством была имитация активности рынка, которая заключалась в энергичном «взбалтывании» акций на рынке; пул просто покупал и продавал акции в огромных количествах. Если инвесторы принимали участие во «взбалтывании», вся операция упрощалась; если же нет — члены пула занимались куплей-продажей акций между собой.

Цель всей операции очевидна любому, кто знаком с операциями пулов. Требовалось привлечь внимание биржевой клиентуры к конкретным акциям, а спекулянтов мало что может привлечь быстрее, чем растущий объем торговли. Инвесторы раззадоривались в ожидании того, что готовится что-то очень важное. Они кидались покупать акции, боясь, что будет слишком поздно. По мере роста курса под влиянием увеличения объема торговли на рынок выходили все новые и новые покупатели, которые еще больше увеличивали рыночную активность и, следовательно, способствовали дальнейшему росту курса, что и было целью всей операции пула.

Имитацию рыночной активности можно было осуществлять двумя различными способами: (1) с помощью взаимозачитываемых биржевых приказов (*matched orders*) и (2) без взаимозачитываемых биржевых приказов. В первом случае пул размещал у двух разных брокеров идентичные приказы; например, один брокер получал приказ купить 10 000 акций по курсу 60, а другой — продать 10 000 акций по курсу 60. С технической точки зрения это нельзя рассматривать как продажу-«стирку», поскольку 10 000 акций действительно переходят из рук в руки и в сделке задействованы две стороны. Однако по своим результатам размещение взаимозачитываемых приказов не отличается от продажи-«стирки», так как обе стороны в сделке являются членами одного пула. Обнаружить, что за всеми приказами стоит один пул, очень нелегко, поскольку приказы отдаются разным брокерам, а всякое отношение участников пула к этим приказам тщательно скрывается. Размещение взаимозачитываемых приказов было быстро запрещено законом штата Нью-Йорк и правилами NYSE, поэтому этот метод «взбалтывания» рынка использовался редко.

Иногда покупатель ценных бумаг договаривается с продавцом поддержать их некоторое время и затем вновь продать первоначальному владельцу по заранее согласованной цене. Такое соглашение о продаже и обратной покупке иногда называют «складированием». Подобно торговле между фондовыми брокерами с целью создания видимости рыночной активности, «складирование» запрещено разделом 10 Закона о торговле ценными бумагами 1934 г.

Результат размещения взаимозачитываемых биржевых приказов достигается и без их фактического использования. Пул может просто покупать и продавать десятки и сотни тысяч акций, отдавая несопадающие по размерам приказы. Время от времени для восстановления равновесия между куплями-продажами он будет больше продавать, чтобы затем, наоборот, начать больше покупать. Число акций в приказах может варьироваться от 5000 до 25 000 штук; приказы будут отдаваться разным брокерам и разными людьми. Подобные действия пула было практически невозможно проследить; они не запрещались какими-либо правилами NYSE. Таким образом, этот метод имитации рыночной активности рассматривался как абсолютно законный.

В развернутую с громадным размахом имитацию рыночной активности, нередко сопровождавшую деятельность крупных пулов, почти невозможно не поверить. Классическим примером этого являются операции пула «Radio» в 1929 г. Этот пул начал действовать 12 марта. За пять дней он купил 988 400 и продал 1 176 300 акций; за это время курс акций вырос с 93 до 109¹⁴. К концу пятого дня пул имел незакрытую «короткую» позицию на 187 900 акций; это оказалось очень прибыльным, так как к концу месяца курс упал до 80. Как уже отмечалось, операции пула оказались весьма успешными: чистая прибыль синдиката составила 4,9 млн дол.

Во время пика своей активности известный пул 1928 г., манипулировавший с акциями «Sinclair Consolidated Oil», оперировал через синдикаты покупателей и продавцов. Только за один день, 5 ноября, два синдиката продали 101 000 и купили 62 000 акций¹⁵. Аналогичные действия можно обнаружить в деятельности многих других пулов конца 20-х годов.

¹⁴ *The Security Markets* (New York: Twentieth Century Fund, 1935), p. 479.

¹⁵ *Stock Exchange Practices*, p. 65.

Последовательность действий в операциях пулов

Теперь, когда рассмотрены все используемые пулами средства и методы, можно проследить последовательность действий в типичной операции пула эпохи их расцвета.

Первым шагом был выбор подходящего момента для начала операции. Таким моментом могло быть время, когда ситуация на рынке располагала к повышению курсов. Компания-эмитент подбиралась с точки зрения возможности распространения благоприятной информации о ней, т.е. должна была отличаться прибыльностью, привлекательными отчетами о своей деятельности, повышенными дивидендами или инновационными достижениями.

Второй шаг состоял в аккумулировании акций выбранной компании путем скупки их на открытом рынке или с помощью опционов. Как только удавалось накопить значительный запас акций, пул мог начинать активные действия.

На следующем этапе требовалось активизировать рынок данных акций. Эта цель достигалась посредством имитации рыночной активности; пул тщательно следил за тем, чтобы в каждой операции купли-продажи происходила реальная смена владельцев ценных бумаг. По мере нарастания рыночной активности в торговлю акциями вовлекались сторонние инвесторы.

Затем с помощью непрерывного потока яркой информации о компании-эмитенте у инвесторов формировался интерес к акциям. Возросшая активность торговли акциями и благоприятные сообщения об их эмитенте привлекали биржевых спекулянтов. Цена акций устойчиво и довольно часто резко росла.

На заключительном этапе производилась распродажа. Пул, накопивший большой запас акций, стремился воспользоваться преимуществами высоких цен и начинал продажу акций на открытом рынке. Чтобы довести деятельность пула до логического конца, менеджер должен был обладать высочайшей квалификацией. Задача состояла в том, чтобы распродать акции без подрыва их рынка; поэтому акции продавались, когда рынок был устойчив, и, наоборот, покупались, если на рынке преобладала тенденция массовых продаж. В конечном счете менеджер дождался того дня, когда рынок был особенно устойчивым и активным; именно в этот день пул «выбрасывал» на рынок все еще остававшиеся у него акции; кроме того, он активно осуществлял «короткие» продажи этих акций. Вскоре после этого рынок, лишенный искусственной поддержки со стороны пула, рушился. В итоге пул оборачивался удачей для его участников и катастрофой для аутсайдеров.

Современное регулирование

В настоящее время принятие рестриктивных правил сделало почти невозможным проведение операций пулов образца 20-х годов. Эфи правила были введены как самими биржами, так и Комиссией по ценным бумагам и биржам. Закон о торговле ценными бумагами 1934 г. запретил манипулирование в любой форме на национальных фондовых биржах. От пулов потребовали сообщать о всех проводимых ими операциях. Члены биржи лишились воз-

возможности участвовать в пулах; им запретили занимать в пулах должности менеджеров и предоставлять им кредиты. Кроме того, члены биржи не имеют права исполнять биржевые приказы, направленные на создание видимости активности рынка конкретной ценной бумаги. Специалистам не разрешается исполнять приказы «на усмотрение брокера». Участие в торговле ценными бумагами своих корпораций директоров, исполнительных должностных лиц и главных акционеров резко ограничено. Все эти и некоторые другие правила и запреты направлены на сокращение операций манипулирования, которые занимали столь заметное место на фондовом рынке прежних лет.

Другие наблюдатели за порядком на фондовом рынке

Помимо Комиссии по ценным бумагам и биржам и самих бирж большую бдительность в своих попытках гарантировать справедливость и честность в торговле ценными бумагами проявляют Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам и различные государственные корпорации. Развитие электронных средств связи и механизмов контроля позволило им добиться в этой области значительных успехов.

Сейчас обладающие некоторым опытом клиенты и их адвокаты при малейшем подозрении, что с ними поступают нечестно, немедленно возбуждают в суде или арбитражном суде дело против брокерской фирмы. Высокая стоимость судебных издержек и постоянство, с которым клиенты выигрывают подобные дела, заставили многие фирмы создать внутренние отделы контроля за соблюдением правил торговли. Бдительные сотрудники таких отделов, вооруженные совершенными компьютерными средствами контроля, многое сделали для предотвращения сговоров работников брокерских фирм с клиентами, использования клиентами возможностей брокеров для проведения незаконных сделок и нарушений правил торговли сотрудниками отдела продаж. Конечно, до сих пор в брокерских фирмах встречаются занимающиеся неэтичными операциями брокеры, адвокаты, бухгалтеры, «любимые» клиенты и должностные лица, которые постоянно нарушают или обходят существующие правила торговли, однако отношение к ним со стороны регулирующих органов и инвесторов стало гораздо менее терпимым по сравнению с тем, что было в прошлом.

Широко освещенная в средствах массовой информации новая волна манипуляций на фондовом рынке прошла в 80-х годах. Подавляющее число манипуляций было связано с «мусорными» облигациями, выпускавшимися для финансирования поглощений, однако встречались и примеры проверенной временем практики вовлечения в торговлю конкретными ценными бумагами сторонних инвесторов, незаконного проведения сделок на основе служебной информации и участия в современных разновидностях пулов. Сочетание сильного рынка «быков» и недостаточности финансирования регулирующих органов открыло перед такими альянсами большие возможности в проведении сделок, которые часто были неэтичными и иногда незаконными. Перспектива получения громадных прибылей заставила даже крупные и пользовавшиеся хорошей репутацией финансовые институты заняться практикой «самообслуживания» и ввязаться в преступные операции за счет соб-

ственных клиентов и экономики страны в целом. Инвесторов обманывали не только на рынке акций, но и на рынках ценных бумаг товариществ с ограниченной ответственностью и облигаций. Когда в конце десятилетия волна манипуляций достигла своего пика, ссудо-сберегательная индустрия лежала в руинах, некоторые банки и брокерские фирмы обанкротились, несколько пенсионных фондов оказались без средств, а многие крупные компании были настолько перегружены долгами, что им пришлось перейти к строжайшей экономии или даже ликвидироваться. Финансовые скандалы сотрясали не только Уолл-стрит; они стали вполне обычным явлением во многих странах, включая Великобританию и Японию.

Федеральное правительство и властные структуры штатов отреагировали принятием новых законов, направленных на предотвращение повторений получивших, наибольшую известность случаев злоупотреблений. Примером является Закон об операциях с ценными бумагами на основе «внутренней» информации о компании-эмитенте и о мошенническом вовлечении в операции с ценными бумагами 1988 г., который дополнил Закон о торговле ценными бумагами 1934 г. Ряд других законов, подкрепленных введением самых современных компьютерных систем отслеживания, вполне успешно регулировал деятельность брокерских фирм, работающих с «копеечными» акциями (акциями с рыночной стоимостью менее 1 дол.). Фактически, однако, большинство финансовых махинаций 80-х годов прошло с нарушением уже действовавших к тому времени правил. Махинаторы преуспевали не из-за отсутствия соответствующих правил и законов, а за счет ненавязчивого давления на инвесторов. Широкое обсуждение махинаций, несколько приговоров к длительному тюремному заключению и громадным штрафам, увядание «бычьих» настроений на рынке и стагнирующая экономика, казалось, к 1990 г. вернули рынок к спокойному состоянию 50-х — 70-х годов, но, если только мир не перевернется, всегда будут находиться те, кто попытается создавать корнеры или, на худой конец, «подрезать» нескольких инвесторов.

РЕГУЛИРОВАНИЕ, САМОРЕГУЛИРОВАНИЕ И СОБЛЮДЕНИЕ ПРАВИЛ

В настоящей главе рассматриваются вопросы законного и квазизаконного регулирования американских рынков ценных бумаг. Эти рынки, с одной стороны, являются самыми свободными с точки зрения инноваций, а с другой — самыми регулируемыми рынками в мире. Именно на американских рынках наиболее вероятно появление новых разновидностей ценных бумаг. Облигации с «нулевым купоном», облигации с плавающей ставкой, привилегированные акции денежного рынка, опционы, которыми торгуют на биржах, и ряд других ценных бумаг впервые были введены в обращение инвестиционными банками и отделами торговли ценными бумагами фирм США. Эти нововведения распространялись по миру фактически мгновенно, и то время как революционных идей, порожденных европейскими и японскими фондовыми рынками, всегда было немного. Естественно, этому есть свои причины; нельзя ожидать от консервативных обществ регулярного появления и восприятия новых идей. Упомянутая нами ранее (в гл. 9 и 14) «глобализация» рынков ускоряет распространение новых идей, и страна происхождения нового финансового инструмента имеет все меньшее значение, подобно тому, как уже нет никакой разницы в том, в какой стране в конечном счете будет открыто лекарство от болезни.

Другим аспектом является регулирование. Хотя регулирование фондовых рынков Великобритании развивается примерно по тому же пути, который уже прошла за 50 лет Америка, в мире нет пока ни одной страны, рынки которой регулировались бы столь же строго, как в США. Целесообразность такого строгого регулирования у многих вызывает сомнения, однако американская индустрия ценных бумаг уже научилась жить под бдительным оком блюстителей законов и правил и даже процветает в условиях постоянного регулирования.

В США существует три уровня регулирования — федеральный, уровень отдельного штата и уровень самой индустрии. Большая часть федерального законодательства так или иначе сформировалась на основе двух величайших национальных законов о ценных бумагах 1933 и 1934 гг. Закон о ценных бумагах 1933 г. уже подробно рассматривался в главе 14, поэтому в данной главе

мы остановимся на законе 1934 г. и на различных аспектах «саморегулирования», выросшего на его основе.

ИСТОКИ ФЕДЕРАЛЬНОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Федеральное регулирование до 1933 г.

До 1933 г. правительство США мало беспокоилось по поводу регулирования фондового рынка. Конечно, дилеры по ценным бумагам не могли использовать в мошеннических целях почту. Этот раздел законов о почте действовал в отношении всех отраслей и сфер бизнеса. Однако законы о почте не играли сколько-нибудь заметной роли в регулировании деятельности бирж.

Таким образом, есть все основания утверждать, что до 1933 г. деятельность фондовых бирж регулировалась правилами самих бирж, а также уголовными и гражданскими законодательствами штатов. Особое значение имели относящиеся к фондовому рынку законы и решения судов штата Нью-Йорк, так как именно на его территории располагались две крупнейшие фондовые биржи страны. Считалось, что контроль за этими рынками не находится под юрисдикцией правительства США.

Закон о спекуляции золотом 1864 г.

Короткое вмешательство федеральных властей в биржевые спекуляции имело место в 1864 г. В то время в стране не действовал золотой стандарт, и реальная стоимость банкнот США в той или иной степени отклонялась от номинала. В результате золото продавалось со значительной премией в бумажно-денежном выражении. Основные спекуляции проводились на валютном рынке, и золото продавалось и покупалось дилерами и брокерами на бирже. Конгрессмены начали в связи с такой ситуацией испытывать серьезное беспокойство. Общее мнение заключалось в том, что федеральная валюта продается со скидкой из-за активных спекуляций. Следовательно, Закон о спекуляции золотом 1864 г. разрабатывался с целью запрета подобной практики; его принятие немедленно прекратило спекулятивные операции в «золотом зале» биржи. К великому изумлению конгрессменов цена золотого слитка стоимостью 100 дол. сразу же подскочила с 200 до 300 дол. бумажными деньгами¹. Закон провалился и был отменен через 15 дней после принятия. Большое внимание привлекло к себе расследование операций на фондовом рынке, проведенное в 1909 г. Чарльз Эванс Ньюгс, губернатор штата Нью-Йорк, а позднее министр юстиции США, образовал комиссию по расследованию спекуляций на товарном и фондовом рынках. Комиссию возглавил Хорас Уайт, известный авторитет в области денег и банковского дела. Отчет комиссии касался преимущественно операций, проведенных на NYSE². По результатам расследования комиссия пришла к выводу, что, несмотря на наличие ряда злоупотреблений на бирже, с их исправлением лучше чем кто-либо

¹ W.C. Antwerp, *The Stock Exchange from Within* (Garden City, NY: Doubleday, 1914), p. 251.

² New York State, *Report of Governor Hughes' Committee on Speculation in Securities and Commodities*, June 7, 1909.

справится сама биржа. Комиссия отвергла идею инкорпорации* биржи как вполне достаточной меры для пресечения злоупотреблений. Вместе с тем в ее отчете не содержалось ни одного упоминания о желательности или необходимости установления федерального контроля над операциями с ценными бумагами. В последующие 20 лет ни одного расследования подобного масштаба государственные и общественные органы страны не проводили.

Расследование деятельности «Pujo Money Trust» 1912 г.

Хотя конгресс 62-го созыва поручил специальному комитету провести расследование деятельности на Уолл-стрит, оно коснулось преимущественно вопросов концентрации экономической власти через систему взаимопереплетающихся директоратов банков и корпораций. Все операции на фондовых биржах, которые могли бы стать объектами расследований, внимания общественности не привлекли.

Спад деловой активности 1929—1933 гг.

Принятие Закона о торговле ценными бумагами 1934 г. было обусловлено двумя событиями чрезвычайной важности. Первым событием являлось резкое падение курсов акций в период с 1929 по 1933 г., породившее большое возмущение в обществе. За указанный период индекс Dow Jones зафиксировал падение курсов акций промышленных корпораций на 89%, а индекс газеты «New York Times» — 87%. В результате резкого спада на рынке тысячи мелких спекулянтов и инвесторов понесли колоссальные убытки; все громче стали звучать требования провести расследование операций на рынках ценных бумаг и установить над ними контроль. Эти требования были услышаны политиками. Широкая программа расследований и установления контроля в 1933 г. полностью отвечала интересам политиков вне зависимости от ее экономических достоинств.

Сенатское расследование 1933—1934 гг.

Во время 72-го и 73-го заседаний конгресса Комитет сената по банкам и денежному обращению провел весьма тщательное расследование манипуляций на рынках ценных бумаг, о чем уже говорилось в главе 5. По результатам этого расследования был разработан и принят Закон о торговле ценными бумагами 1934 г.

ЗАКОН О ТОРГОВЛЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ 1934 Г.

Цели принятия закона

Основная цель закона о торговле ценными бумагами заключалась в налаживании всеобъемлющего регулирования биржевых и внебиржевых рынков ценных бумаг и в недопущении несправедливой и нечестной практики торговли на

* Регистрация в качестве корпорации. — Прим. ред.

этих рынках³. Особо можно выделить следующие цели принятия закона: (1) создание механизма регулирования рынков ценных бумаг; (2) ограничение массы спекулятивных кредитов; (3) регулирование нечестной практики брокеров и дилеров на организованных и неорганизованных фондовых рынках; (4) обеспечение широких кругов инвесторов адекватной информацией о продаваемых на этих рынках ценных бумагах и запрещение «инсайдерам», т.е. директорам, должностным лицам и крупным акционерам корпораций, нечестно использовать подобную информацию ради собственной выгоды. Ожидалось, что достижение перечисленных выше целей заставит фондовые рынки функционировать более ответственно.

Закон предусматривал создание нового федерального агентства — Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Комиссия состоит из пяти человек; к одной политической партии могут принадлежать не более трех из них. Члены SEC назначаются президентом США и утверждаются Сенатом сроком на 5 лет. Комиссия по ценным бумагам и биржам получила весьма обширные полномочия, что было вполне типично для бюрократического аппарата времен политики «Нового курса», проводимой администрацией Рузвельта. Первым председателем комиссии стал Джозеф П. Кеннеди, который был не только лояльным демократом и сторонником президента, но и одним из самых удачливых на Уолл-стрит «операторов» рынка эпохи великого подъема, крах которого ускорил появление закона. Вполне возможно, что он сам пользовался многими из тех методов, против которых был направлен закон, однако он активно действовал на рынке в 20-е годы, когда федеральных законов, ограничивающих нечестную практику торговли, еще просто не существовало. Кеннеди возглавлял комиссию в 1934 и 1935 гг., а затем его сменил другой стойкий приверженец «Нового курса» Джеймс М. Лэндис, который в 1937 г. оставил свой пост Уильяму О. Дугласу, чтобы занять кресло [^] председателя Верховного суда США.

Комиссия по ценным бумагам и биржам состоит из ряда отделов и подразделений. Большинство из них занято статистикой, и комиссия регулярно публикует подробные статистические данные о торговле ценными бумагами в США. Наиболее известным среди всех подразделений комиссии является Отдел правоприменения, который преследует нарушителей закона.

В целях более эффективного контроля над операциями с ценными бумагами SEC имеет региональные представительства. Основной и давней проблемой комиссии, которую не удалось решить до сих пор, остается уход талантливых сотрудников в сферу частного бизнеса с ценными бумагами. Размеры заработной платы, выплачиваемой комиссией и частными фирмами, особенно на Уолл-стрит, абсолютно несопоставимы, поэтому в настоящее время финансовые и юридические фирмы на Уолл-стрит имеют в своих штатах множество людей, которые начинали свою карьеру в SEC. В конечном счете проблему, видимо, предстоит решать конгрессу, поскольку дальнейший отток талантливых работников может парализовать всю деятельность комиссии. Кадровая проблема является общей для государственных учреждений в це-

³ Sec. 2.

лом, однако текучесть персонала в комиссии сводит на нет все ее усилия идти в ногу с быстро меняющейся отраслью финансовых услуг.

Ценные бумаги, на которые не распространяются некоторые правила Комиссии по ценным бумагам и биржам

На целый ряд ценных бумаг большинство статей и положений рассматриваемого закона не распространяется. К таким бумагам относятся долговые обязательства правительства США и государственных агентств, муниципальные ценные бумаги, бумаги, имеющие хождение только в пределах одного штата, и некоторые другие ценные бумаги, которые SEC сочла необходимым освободить от требований закона. Однако важнейшая черта закона состоит в том, что на *все* без исключения ценные бумаги распространяются его положения, направленные против мошенничества. Следовательно, если продавец распространяет неверную информацию о характеристиках государственных или муниципальных облигаций, он нарушает не только правила биржи, но и закон.

Незарегистрированные биржи

Комиссия по ценным бумагам и биржам разрешает некоторым организованным биржам не регистрироваться, если, с ее точки зрения, их существование идет на пользу обществу. К незарегистрированным относится несколько мелких бирж, торговый оборот которых настолько мал, что не требует регулирования законом. Эти биржи расположены в Колорадо-Спрингсе, Гонолулу, Ричмонде и Уилинге. Все они либо уже перестали функционировать, либо близки к этому; активная торговля не ведется ни на одной из них. Следовательно, есть полное основание утверждать, что вся биржевая торговля ценными бумагами в США сконцентрирована исключительно на зарегистрированных SEC.

Зарегистрированные биржи

Любая биржа, которая оперирует с обращающимися на территории нескольких штатов или с иностранными ценными бумагами либо ведет торговлю через почту, обязана регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам. Чтобы пройти процедуру регистрации, биржа должна подать заявление о регистрации и сведения об организации, учреждении, уставе и правилах внутреннего распорядка, правилах торговли и членстве на ней. Регистрация не производится до тех пор, пока биржа не установит для своих членов необходимые правила торговли и поведения. По закону, биржам разрешается вводить свои собственные правила торговли при условии, что они не противоречат действующему законодательству. В настоящее время зарегистрированными SEC являются биржи в Цинциннати, Бостоне, Спокене, Сан-Франциско и Лос-Анджелесе (Тихоокеанская фондовая биржа), Чикаго (Фондовая биржа Среднего Запада), Филадельфии и две биржи в Нью-Йорке (Нью-Йоркская фондовая биржа и Американская фондовая биржа). Кроме того, зарегистрированы Чи-

кагская биржа опционов и система «Instinet». «Межгорная биржа» в Солт-Лейк-Сити зарегистрирована, однако активных операций не ведет. Срочные биржи SEC не регистрирует, хотя некоторые продаваемые на них базирующиеся на фондовых индексах контракты очень тесно связаны с торговлей акциями на обычных фондовых биржах. Под влиянием нескольких махинаций с фьючерсными контрактами на акции, имевших место на срочных биржах, появились требования поставить эти биржи под контроль SEC и даже сформировать новое суперучреждение, которое бы объединило эту комиссию и Комиссию по срочной биржевой торговле. Что касается внебиржевого рынка, то его к биржам не относят.

Зарегистрированные биржи должны платить SEC ежегодный регистрационный сбор. Этот сбор (в настоящее время составляющий 0,3% от стоимости сделки — 3 цента с каждой 1000 дол. стоимости сделки) уплачивается продающей стороной в каждой сделке с акциями. Кроме того, сбор взимается и в тех случаях, когда сделка с котируемыми на бирже ценными бумагами совершается на «третьем» (внебиржевом) рынке. Продавец акций взимает этот сбор с покупателя, а затем вычитает его из общей суммы поступлений от продажи и перечисляет бирже.

Требования в отношении «маржи» (гарантийных депозитов)

По разделам 7 и 8 закона право устанавливать требования в отношении размера минимальной «маржи» предоставлены Совету управляющих Федеральной резервной системы. В зависимости от активности торговли Совет управляющих периодически меняет размер первоначальной «маржи», повышая ее, чтобы сбить спекулятивную лихорадку на рынке, и понижая, если требуется стимулировать инвестиции в ценные бумаги. Реализацию этих требований на практике мы уже рассматривали в главе 13. Правило *G* регулирует размеры кредита, предоставляемого клиентам брокерами/дилерами, Правило *U* действует в отношении банков-кредиторов, а Правило *G* касается всех остальных кредиторов, главным образом страховых компаний и кредитных союзов. Эти правила не действуют в отношении ценных бумаг, на которые не распространяются положения закона, например государственных и муниципальных облигаций, однако по сделкам с этими бумагами требования поддержания минимального уровня гарантийного депозита устанавливают сами биржи и Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам.

Манипулирование

Значительная часть статей закона касается практики манипулирования, которую конгресс еще до принятия закона охарактеризовал как действительное творимое на рынках зло⁴. Запрет на манипуляции установлен не только для брокеров и дилеров, но и для любого лица, совершающего сделки через почту или какую-либо национальную фондовую биржу.

⁴ Sees. 9 and 10.

Непосредственно запрещены следующие виды манипуляций: (1) продажи-«стирки»; (2) размещение взаимозачитывающихся биржевых приказов; (3) имитация рыночной активности; (4) распространение «манипуляционной» информации за вознаграждение; (5) распространение ложных и вводящих в заблуждение заявлений о ценных бумагах.

В законе также перечислены некоторые виды действий, которые, не будучи полностью запрещенными, находятся под строгим контролем закона. К ним отнесены: (1) привязка к определенному ориентиру или стабилизация цены; (2) использование опционов «пут» р «колл», «спредов» и «стрэддлов»*; (3) «короткие» продажи; (4) размещение биржевых приказов «стоп». Кроме того, Комиссия по ценным бумагам и биржам в интересах инвесторов имеет право вводить дополнительные правила в отношении любого другого вида манипуляций или вводящих в заблуждение механизмов.

Подводя итог сказанному, отметим, что закон конкретизировал и запретил некоторые виды манипуляций; определил правила совершения некоторых других специально перечисленных действий; наконец, предоставил SEC право в случае необходимости вводить новые правила.

Сегрегация

Член биржи в любой сделке может выступать в одной из ролей: брокера или дилера. В первой роли он действует как агент принципала; во второй — от собственного имени и на свой страх и риск. Ни при каких обстоятельствах член биржи не имеет права в одной сделке быть и брокером и дилером; это запрещено законом и правилами бирж. Последовательно проводимый принцип сегрегации должен закрепить за каждым членом биржи ту или иную роль во всех совершаемых им сделках; ни один из них не может по своему желанию быть в одной сделке брокером, а в другой — дилером.

Закон о торговле ценными бумагами специально не предусматривает введения сегрегации; Комиссия по ценным бумагам и биржам также не настаивает на ней. Однако при необходимости она может вводить подобные правила. Например, она имеет право регулировать или запрещать торговлю в биржевом зале; принимать правила против чрезмерной торговли членов биржи в биржевом зале или вне его. Кроме того, она может потребовать регистрации всех дилеров, покупающих стандартные партии акций для перепродажи их по частям мелким инвесторам, и специалистов, а также установить особые правила, регулирующие их деятельность. Тот раздел, который касается специалистов, выделяется особым набором правил: (1) специалисты должны ограничивать свои операции в целях поддержания справедливого и упорядоченного рынка; (2) они могут обнародовать записи в своих книгах только при определенных обстоятельствах; (3) действуя в качестве брокеров, они могут принимать к исполнению только лимитированные по цене или рыночные биржевые приказы.

* Вид срочной арбитражной сделки. — Прим. ред.

На комиссию была также возложена обязанность изучения целесообразности и приемлемости введения полного разделения функций дилера и брокера (полной сегрегации). Соответствующий отчет был подготовлен и представлен конгрессу. Комиссия по ценным бумагам и биржам пришла к выводу, что необходимости принимать какие-либо меры к введению полной сегрегации нет.

Регистрация

Все члены зарегистрированной биржи имеют право совершать сделки на бирже только с зарегистрированными ценными бумагами; исключением являются сделки с неподпадающими под действие закона ценными бумагами и ценными бумагами, которые могут покупаться и продаваться, не будучи включенными в ее официальный курсовой бюллетень.

Для того чтобы зарегистрировать ценную бумагу на национальной фондовой бирже, компания-эмитент должна подать подробную заявку на биржу и в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Заявка содержит большой объем информации о самой компании и о ее финансах. Основными пунктами заявки являются следующие:

1. Организационная и финансовая структуры и характер деятельности.
2. Характеристика различных видов выпущенных в обращение ценных бумаг: сроки и условия, права, привилегии.
3. Предполагаемые условия публичного предложения ценных бумаг и фактические условия публичного или иного предложения за последние три года.
4. Список директоров, должностных лиц, гарантов размещения и держателей ценных бумаг эмитента; их должностные оклады и их участие (доля) в общем объеме выпусков эмитента, а также их приносящие прибыль контракты с эмитентом.
5. Соглашения о бонусе и участии в прибылях.
6. Контракты на управление и оказание услуг.
7. Уже существующие или предполагаемые опционы в отношении ценных бумаг для персонала.
8. Балансы за последние три финансовых года, заверенные, если это требуется по правилам комиссии, независимыми дипломированными бухгалтерами.
9. Отчеты о прибылях и убытках за последние три финансовых года, заверенные, если это требуется по правилам комиссии, независимыми дипломированными бухгалтерами.
10. Все другие финансовые отчеты, требуемые комиссией.
11. Копии устава, внутренних правил деятельности корпорации, контрактов между держателями ценных бумаг и их эмитентом, соглашений о гарантировании выпусков, и других документов (по требованию комиссии).

Эмитенты зарегистрированных ценных бумаг обязуются предоставлять ежегодные отчеты и постоянно обновлять информацию, содержащуюся в регистрационных документах. Особенно большое значение для инвесторов имеет требование о предоставлении ежегодных финансовых отчетов. Периодические отчеты эмитента, так же как и его первоначальные регистрационные документы, хранятся в главном офисе комиссии и ее региональных отделениях, где с ними могут ознакомиться представители финансовых и консультативных служб, издатели финансовых публикаций и просто все желающие. Таким образом, вся эта информация становится общедоступной.

Владение акциями «инсайдеров»

Важным разделом закона является положение, обязывающее так называемых «инсайдеров» сообщать о количестве принадлежащих им ценных бумаг компании. К «инсайдерам» относятся директор, исполнительное должностное лицо и акционер, владеющий 5% и более акций любого класса. Как указывалось выше, список этих лиц подлежит передаче в комиссию при регистрации. Кроме того, любое лицо, попавшее в разряд «инсайдеров» после регистрации ценных бумаг, должно сообщить об этом в течение 10 дней. Если какое-либо изменение в собственности на акции имело место в течение данного месяца, «инсайдер» должен сообщить о нем не позднее, чем через 10 дней после окончания календарного месяца; в отчете указываются его собственность на акции на конец месяца и все изменения в собственности, имевшие место в течение месяца.

Это правило было введено для того, чтобы Комиссия по ценным бумагам и биржам и акционеры компании имели возможность следить за действиями таких акционеров, которые могут ради получения прибыли спекулировать своими акциями, опираясь на «внутреннюю» информацию. Данные об акционерах-«инсайдерах» приводятся в публикациях SEC.

Краткосрочные прибыли «инсайдеров»

Еще одно положение закона ограничивает право «инсайдеров» спекулировать акциями своих компаний. Любая прибыль, полученная ими в течение шести месяцев от покупки или продажи акций, может быть конфискована в пользу компании. Конфискация прибыли производится по иску, поданному самой корпорацией-эмитентом или акционером от лица компании. Цель этого положения — предотвратить спекуляции «инсайдеров» акциями своих компаний на основе владения конфиденциальной информацией. Однако положение закона не может предотвратить спекуляции, прибыль от которых реализуется спустя шесть месяцев и более после покупки или продажи акций, что, вероятно, происходит достаточно часто.

Данный раздел закона подвергался критике за то, что высшие руководители в результате этого утрачивают интерес к владению акциями. Однако по крайней мере одна возможность обойти закон в этом вопросе существует: например, ничего нельзя поделать с исполнительным директором сталелитейной компании, который, будучи уверенным в хороших перспективах раз-

вития черной металлургии в целом, купит акции другой сталелитейной компании. Конечно, он сделает это на основе «внутренней» информации, но в этом случае его возможности получить прибыль будут не столь определенны, а использование конфиденциальной информации — не столь очевидно, как это было раньше. В известном смысле это положение закона направлено на формирование предпринимательской этики и отход от распространенной до первой мировой войны практики, когда сразу же после окончания заседания совета директоров, на котором объявлялись размеры дивидендов или их отсутствие, его участники бежали к ближайшему телефону и отдавали своим брокерам приказы покупать или продавать акции до того, как информация о дивидендах становилась общеизвестной.

В одном из самых известных процессов против компании «Texas Gulf Sulfur» (1965—1966 гг.) SEC через суд добилась конфискации прибылей от операции с ценными бумагами не только у самих «инсайдеров» компании, но и у лиц, которые, получив от «инсайдеров» информацию, купили ее акции до того, как появилось официальное сообщение об открытии на принадлежащем компании участке Кидд-Крик в провинции Онтарио огромных запасов руды. Таким образом комиссия решила наказывать не только тех, кто информирует, но и тех, кто воспользовался информацией. Однако в дальнейшем она в этом не преуспела. В деле против «Chiarella» комиссия попыталась обвинить нескольких служащих полиграфического концерна в том, что они могли, соединяв отдельные части печатающихся проспектов поглощений, получать «внутреннюю» информацию и пользоваться ею. Суд, однако, постановил, что закон 1934 г. не предусматривает наказания при подобных обстоятельствах.

В другом случае SEC возбудила дело против Раймонда Диркса, аналитика по ценным бумагам, который раскрыл крупный обман в отчетности быстрорастущей страховой компании «Equity Funding Corporation». Диркс заявил, что он просто сделал то, что обязан сделать на его месте любой хороший аналитик, т.е. вскрыл правду и рассказал о ней своим клиентам. Комиссия же настаивала, что, сообщив клиентам о мошенничестве, он незаконно воспользовался «внутренней» информацией. После неоднократной подачи апелляций Диркс в конечном счете выиграл процесс, и с тех пор комиссия стала проявлять большую осторожность в трактовке значения слова «инсайдер».

Тем не менее до сих пор встречаются случаи очевидных нарушений закона. Несколько подобных нарушений всплыли на поверхность в 1986 г., когда SEC возбудила процесс против управляющего директора инвестиционной банковской фирмы «Drexel Burnham Lambert» за то, что он совершал операции с ценными бумагами на основе конфиденциальной информации, полученной от других инвестиционных банков — клиентов его фирмы. В аналогичных нарушениях оказались виновны адвокат одной из нью-йоркских юридических фирм и два арбитражера. Принимая во внимание суммы денег «на кону» и характер человека, можно смело утверждать, что и другие люди раньше или позже могут пасть жертвой искушения и будут преследоваться Комиссией по ценным бумагам и биржам за совершение сделок на основе «внутренней» информации.

«Короткие» продажи «инсайдеров»

В законе существует положение о «коротких» продажах «инсайдеров», во многом сходное с положением о краткосрочных прибылях. Закон запрещает «инсайдерам» продавать акции эмитента, (1) если они не являются их собственниками и (2) если они, владея акциями, не поставят их в течение 20 дней с даты заключения сделки или не депонируют их на счете в течение 5 дней. Очевидно, что закон охватывает не только спекулятивные «короткие» продажи, при которых продавец должен брать ценные бумаги в займы, но и продажи «против сейфа», когда продавец владеет акциями, но проводит операцию «короткой» продажи в целях ограждения себя от риска падения курса принадлежащих ему бумаг.

Помимо всего прочего, данный раздел закона направлен и на предотвращение случаев нечестного использования «инсайдерами» конфиденциальной информации. Подобная практика раньше была очень распространена, особенно в периоды, когда рынок переживал сильные спады.

Правила, регулирующие голосование от имени акционеров

Закон также предусматривает, что Комиссия по ценным бумагам и биржам разрабатывает правила голосования от имени акционеров. Когда голосование, выражение согласия или другие правомочные действия совершаются по доверенности от держателей именных ценных бумаг, эти держатели должны получать от корпорации-эмитента информацию, достаточную для принятия обоснованного решения о достоинствах того предложения, за которое предстоит голосовать. Информация должна быть полной и точной. Копии форм голосования, выражения согласия и т.д. по доверенности следует направлять для изучения в комиссию до того, как будет произведено само действие.

Аннулирование регистрации

Комиссия по ценным бумагам и биржам имеет право отказать в регистрации ценных бумаг, отложить начало их продажи, отложить саму регистрацию или аннулировать уже состоявшуюся регистрацию, если выяснится, что эмитент не соответствует всем требованиям закона или не выполняет каких-либо правил, дополняющих его. Обычно комиссия предпочитает, чтобы биржа сама принимала действия такого рода, и вмешивается только в том случае, когда биржа бездействует и интересы инвесторов оказываются под угрозой. Своим правом комиссия пользуется весьма умеренно.

Регистрация и получение котировки

Теперь, когда главные аспекты регистрации в соответствии с законом рассмотрены, уместно провести сравнение между регистрацией и получением котировки. На первый взгляд может показаться, что SEC, регистрируя ценные бумаги, дублирует деятельность биржевого отдела включения акций в котировочный лист. В некоторых случаях это действительно так, поскольку большая часть информации, необходимой для получения котировки, требу-

ется и при регистрации; по сути дела, информация, которую надо представить, в обоих случаях одна и та же.

Соответствие стандартам биржи или Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам все еще имеет большое значение при определении степени желательности получения котировки. Эти стандарты позволяют, например, установить, существует ли адекватный ликвидный рынок для данных акций. Хотя в связи с введением правил регистрации они несколько утратили свое значение, их роль в защите интересов инвесторов и свободы рынков по-прежнему заметна.

Инвесторы, вкладывающие деньги в котируемые на бирже ценные бумаги, знают о них гораздо больше, чем когда-либо прежде. Однако, предоставив инвесторам более подробную информацию, биржи оставляют за ними право самостоятельно распорядиться ею. Ни биржи, ни Комиссия по ценным бумагам и биржам не гарантируют каких-либо ценных бумаг, и покупатель должен сам нести ответственность за совершенную им покупку и приобретенную собственность. Информация уже сама по себе является достаточной защитой интересов инвесторов.

Внебиржевые рынки

Закон в том виде, в каком он был принят в 1934 г., не предусматривал какого-либо специального регулирования внебиржевого рынка; он всего лишь оставлял за Комиссией по ценным бумагам и биржам право разработать и принять те правила и положения, которые она сочтет необходимыми. В 1936 г. были приняты дополнения к закону, обязывающие зарегистрироваться всех брокеров и дилеров, оперирующих с ценными бумагами корпораций на внебиржевом рынке. В 1938 г. закон был дополнен разделом 15А, который обычно называют законом Мэлони. Это дополнение требовало формирования саморегулируемого органа по управлению внебиржевым рынком, наделяемого полномочиями, аналогичными тем, что имеют биржи на рынках котируемых ценных бумаг. До того времени единственными саморегулируемыми организациями, признанными законом 1934 г., оставались сами биржи, и до сих пор существует только одна созданная в соответствии с первоначальным законом саморегулируемая организация, отличная от бирж, — Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам. Особое законодательство, представленное Дополнениями к законам о ценных бумагах 1975 г., сделало возможным появление еще двух саморегулируемых организаций. Одна из них требует регистрации трансфертных агентов и клиринговых агентств. Контроль за выполнением этого требования и наказание нарушителей совместными усилиями осуществляют SEC и различные федеральные и внутриштатские органы, отвечающие за регулирование банковской деятельности. Кроме того, конгресс в 1975 г. санкционировал учреждение Совета по управлению рынком муниципальных ценных бумаг, который призван разрабатывать правила деятельности банков и фондовых фирм, занятых распределением муниципальных ценных бумаг; он имеет полномочия вводить стандарты справедливой и честной торговой практики, включая требования в отношении ревизий, ведения бухгалтерской отчетности, распределения квот и раскрытия

документов. Нарушение установленных советом правил считается нарушением закона, чего нельзя сказать о нарушении правил других саморегулируемых организаций. Функции контроля и принуждения к выполнению правил возложены на Комиссию по ценным бумагам и биржам, Национальную ассоциацию дилеров по ценным бумагам, Валютного контролера, Совет управляющих Федеральной резервной системы и Федеральную корпорацию страхования депозитов.

Принудительное применение закона

Принудительное применение Закона о торговле ценными бумагами и его требований достигается несколькими способами. За его нарушения предусмотрены штрафы до 10 000 дол. и тюремное заключение сроком до двух лет для частных лиц и штрафы до 500 000 дол. для бирж. Указанные суммы могут быть существенно увеличены, если незаконные действия подпадают под законы о мошенничестве с использованием почты или Закон о коррумпированных или находящихся под влиянием рэкетиров организациях.

Закон допускает возбуждение пострадавшими сторонами гражданских исков; такие иски принимаются и рассматриваются только федеральными судами. Таким образом, пострадавшие лица становятся частью механизма принудительного применения закона. Решения о возмещении убытков, так же как и об уголовном наказании, могут выноситься на основании установленного факта нарушения не только самого закона 1934 г., но и других законов, например Закона о коррумпированных или находящихся под влиянием рэкетиров организаций.

SEC сама имеет право принимать различные меры по принуждению к выполнению закона и введенных на его основании правил. Среди этих мер следующие:

1. Аннулирование или приостановление лицензии биржи.
2. Исключение члена, должностного лица или ассоциированного члена биржи или приостановление членства на бирже.
3. Приостановление торговли конкретной ценной бумагой.
4. Требование произвести организационные изменения на бирже или принять те или иные правила торговли. В случае отказа биржи выполнить требование комиссия обладает широкими полномочиями на проведение изменений и введение правил своей собственной властью.
5. Требование к биржам и их членам вести необходимую с точки зрения комиссии отчетность; проверка такой отчетности; требование представить объяснения в случае необходимости.
6. Проведение расследований и слушаний с целью принуждения к выполнению закона.
7. Предотвращение нарушений закона путем вынесения судебных запретов.
8. Принуждение к выполнению закона Путем применения судебного приказа должностному лицу о выполнении требования истца.

Подводя итог, отметим, что закон в значительной мере допускает саморегулирование на рынках ценных бумаг; рынки и биржи имеют право устанавливать собственные правила торговли при условии, что они не противоречат закону и требованиям SEC, которая обладает хорошо известным «железным кулаком в бархатной перчатке», хотя и прибегает к нему лишь в качестве последней меры воздействия.

Гражданско-правовые судебные запреты и уголовные наказания могут быть применены к *любому* лицу, произведшему операцию с ценными бумагами, вне зависимости от того, работает ли это лицо с ценными бумагами постоянно. Однако административные меры воздействия Комиссия по ценным бумагам и биржам может применять только к биржам, зарегистрированным ассоциациям и зарегистрированным брокерам и дилерам.

ОТВЕТСТВЕННОСТЬ ИНВЕСТОРА

Выполняя свою работу, Комиссия по ценным бумагам и биржам постоянно подчеркивает ответственность инвесторов на фондовом рынке. Заявление комиссии звучит следующим образом: «Следует понять, что законы о ценных бумагах направлены на то, чтобы облегчить процесс инвестиционного анализа и принятия обоснованных и деятельных инвестиционных решений *самими инвесторами*, т.е. сам инвестор, а не комиссия, должен в конечном счете составить мнение о ценности выставляемых на продажу ценных бумаг»⁵.

ЗАКОН О ЗАЩИТЕ ИНВЕСТОРОВ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ 1970 Г.

Закон о защите инвесторов в ценные бумаги 1970 г., хотя он и не связан с законом 1934 г., в общих чертах следует направленным на защиту клиентов положениям раздела 15 закона 1934 г. Подобно тому как банкротства банков во время Великой депрессии инициировали принятие законов, приведших к созданию Федеральной корпорации страхования депозитов и Федеральной корпорации страхования ссудо-сберегательных ассоциаций, банкротства брокерских фирм в 1969—1971 гг. привлекли к себе внимание конгресса. Теоретически, строгое следование требованиям к уровню чистого капитала и другим положениям закона 1934 г. должно гарантировать удовлетворение всех претензий клиентов, даже если фирма обанкротилась. Действительность, однако, отличается от теории. Хаос на рынке и даже еще больший хаос в отчетности некоторых брокерских фирм сделал совершенно невозможным точный расчет требуемого уровня чистого капитала. Гарантии добросовестности обеспечивают защиту от нечестности, однако, к сожалению, мало помогают против некомпетентности.

Более ранние меры защиты

Если фирма—член NYSE попадала в сложное финансовое положение, все биржевое сообщество обычно принимало участие в поисках решения про-

⁵ *The Work of the Securities and Exchange Commission, April 1, 1958, p. v.*

блемы. В период между 1963 и 1974 г. NYSE вмешивалась в дела около 200 своих членов. Иногда все заканчивалось переводом счетов и позиций клиентов в более крепкую фирму и ликвидацией обанкротившегося члена. В других же случаях осуществлялись слияния неудачников с более процветающими фирмами.

В 1963 г. биржа принимала непосредственное участие в ликвидации «Iga Haupt and Cotrapu», крупной и уважаемой фирмы—члена биржи, которая оказалась на грани банкротства из-за неисполнения огромных товарных контрактов одним из клиентов, позднее обвиненным в различных мошеннических действиях на рынке соевого масла. NYSE выделила 9 млн дол. для расчетов с клиентами фирмы, ее ликвидации и перевода большинства клиентских счетов в другие фирмы.

Объем сделок, порожденный в 60-х годах рынком «быков», превысил операционные возможности ряда членов биржи и поставил их на грань катастрофы. В период между 1968 и 1980 г. NYSE была вынуждена выделить из Специального трастового фонда около 61 млн дол. на проведение ликвидации или слияния фирм, столкнувшихся с финансовыми и операционными проблемами. Среди наиболее известных фирм, прекративших свое существование в эти годы, оказались «DuPont», «Glore Forgan», «Walston and Cotrapu», «Dempsey-Tegeleg and Cotrapu» и «Hayden Stone and Cotrapu». Эти фирмы были известны по всей стране; некоторые из них имели сеть отделений, простиравшуюся от побережья до побережья. Учитывая масштабы задействованных средств, можно утверждать, что вмешательство биржи сократило финансовые и моральные потери клиентов этих фирм до минимума. Вместе с тем это вмешательство фактически истощило Специальный трастовый фонд, созданный именно для подобных случаев. Было очевидно, что крах еще одной крупной фирмы станет для большинства инвесторов «последней каплей» и приведет к их «набегу» на оставшиеся фирмы и к полной деморализации рынков.

Действуя с исключительной быстротой, конгресс принял Закон о защите инвесторов в ценные бумаги 1970 г. Именно в этот момент еще одна крупная фирма—член биржи начала испытывать финансовые трудности. В начале 1971 г. эта фирма, крупное товарищество розничной торговли ценными бумагами «Goodbody and Cotrapu», балансировала на грани неплатежеспособности. «Goodbody» была хорошо известна в стране и имела свыше 90 отделений. Опасаясь вышеупомянутого «кризиса доверия», Нью-Йоркская фондовая биржа обратилась к фирме «MeggШ Lynch» с предложением спешно поглотить «Goodbody». В то время «MeggШ Lynch» являлась единственной достаточно крупной и крепкой фирмой, способной купить «Goodbody». С большой неохотой согласившись на поглощение, «MeggШ Lynch» потребовала за это огромную плату, оценив убытки от поглощения в 15 млн дол. Впоследствии выяснилось, что убытки были существенно больше, и это на протяжении нескольких кварталов заметно сказывалось на прибыли «MeggШ Lynch». Хотя катастрофу в итоге удалось предотвратить, стало ясно, что в случае краха очередной крупной фирмы—члена NYSE потребуются вмешательство новой Корпорации защиты инвесторов в ценные бумаги.

КОРПОРАЦИЯ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ В ЦЕННЫЕ БУМАГИ

В декабре 1970 г., на основании принятого закона, была сформирована Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги (Securities Investors Protection Corporation — SIPC). По своему статусу корпорация является государственной, однако финансируется полностью за счет средств индустрии ценных бумаг. В соответствии с положениями закона все члены национальных фондовых бирж, так же как и большинство членов NASD, должны быть членами SIPC. Исключения сделаны лишь для фирм—членов NASD, имеющих дело только с взаимными фондами и плавающими рентами; этим фирмам необязательно быть членами корпорации, так как они, по закону, не имеют права держать у себя средства и ценные бумаги клиентов и обязаны немедленно передавать их в соответствующие взаимные фонды или страховые компании. Однако эти фирмы могут, по желанию, входить в корпорацию.

Первоначально члены SIPC должны были отчислять в ее фонд взносы, размеры которых определялись, исходя из валовой стоимости операций с ценными бумагами. В настоящее время размеры фонда за счет взносов и его собственных доходов превысили 300 млн дол. В начале 80-х годов средства фонда достигли уровня, признанного достаточным, и взносы участников SIPC были заменены ежегодным сбором в размере 25 дол. Однако неблагоприятные условия, и в частности банкротство нескольких нерегулируемых фирм по работе с государственными ценными бумагами, потребовали возврата к прежней системе взносов.

Изначально SIPC защищала клиентские счета на сумму до 50 000 дол. наличными и ценными бумагами, однако наличными допускалось компенсировать не более 20 000 дол. Трастовый фонд корпорации вступал в дело, когда для удовлетворения претензий клиентов активов обанкротившейся фирмы оказывалось недостаточно. После того как клиентам возвращалась вся «специально могущая быть отождествленной собственностью» (по большей части все зарегистрированные на имя клиента и некоторые зарегистрированные на имя брокера ценные бумаги), корпорация приступала к рассмотрению и удовлетворению дальнейших притязаний клиентов. Если клиент выставлял требования на суммы, превышающие максимальное покрытие из средств корпорации, он становился непривилегированным кредитором брокера, хотя вероятность удовлетворения его притязаний была крайне невелика.

Сумма покрытия убытков клиентов за счет средств корпорации увеличилась дважды: сначала — до 100 000 дол. наличными и ценными бумагами с максимальной суммой выплаты наличными 40 000 дол., а затем, в 1980 г., до уровня в 500 000 дол. наличными и ценными бумагами при выплате не более 100 000 дол. наличными. В 1980 г. назначенный SIPC попечитель провел ликвидацию только одной фирмы—члена NYSE — «Weiss Securities». Фирма была средних размеров, и на ее ликвидацию попечители получили из фонда корпорации 8,1 млн дол. На тот момент это была крупнейшая в истории корпорации ликвидация, и, по общему мнению, она справилась с ней не лучшим образом. К сожалению, процесс ликвидации по времени совпал с масштабным спадом на рынке, что усугубило и без того серьезные проблемы. Кроме того, корпорация совсем недавно появилась на свет и не обладала

большим опытом, хотя раньше ей уже приходилось успешно ликвидировать целый ряд мелких действовавших на внебиржевом рынке фирм. В 1981 г. корпорация начала процесс ликвидации «John Muir and Сотрапу», второй в ее практике фирмы—члена NYSE. К середине 1984 г. она уже успела ликвидировать 168 фирм.

Однако основной вопрос все еще остается открытым. До сих пор никто не знает, каким образом SIPC будет справляться с банкротством крупной фирмы. Бывший член Комиссии по ценным бумагам и биржам Бевис Лонгстрет в одной из своих статей заметил, что штат сотрудников корпорации в 1984 г. насчитывал всего лишь 36 человек, что составляло одну сотую от штата сопоставимой с ней организации — Федеральной корпорации страхования депозитов⁶. Кроме того, со времени ее учреждения объемы торговли, стоимость ценных бумаг и число акционеров значительно возросли. Наиболее крупные фирмы розничной торговли ценными бумагами в настоящее время ведут сотни тысяч клиентских счетов, тогда как в случае самого крупного банкротства, с которым когда-либо сталкивалась корпорация, речь шла всего о 33 000 счетов.

Хотя сейчас фонд SIPC превышает 300 млн дол. и ФРС открыла на случай необходимости кредитную линию на сумму 1 млрд дол., вряд ли кто-либо может испытывать оптимизм по поводу банкротства крупной фирмы. Остается только надеяться, что жесткий контроль со стороны Комиссии по ценным бумагам и биржам и саморегулируемых органов предотвратит повторение кризиса 1969—1970 гг. в его худших проявлениях и уменьшит вероятность возникновения подобных проблем. Кроме того, важным элементом стабильности является «впрыскивание» капитала крупных национальных и зарубежных компаний в брокерские фирмы и продолжающийся процесс поглощения слабых фирм более сильными. Диверсификация брокерских фирм в различных сферах финансовых услуг также способствует сокращению их зависимости от превратностей движения цен на акции и размеров участия инвесторов. Большинство ведущих брокерских фирм в настоящее время активно действуют в таких областях, как страхование, торговля недвижимостью и даже, в известном смысле, банковский бизнес. Ко всему прочему, многие брокеры в целях предосторожности начали заключать договоры страхования с коммерческими страховщиками, и сейчас суммы страхового покрытия убытков достигают нескольких миллионов долларов.

Однако ответа на вопрос о том, что будет в случае банкротства крупной брокерской фирмы, по-прежнему нет. При воспоминании о том, как выходили из сложного положения корпорации «Lockheed», «Chrysler» и «Continental Illinois Bank», возникает стойкое ощущение, что федеральное правительство установило прецедент «крупные не могут обанкротиться». Тем не менее индустрии ценных бумаг не стоит успокаиваться, надеясь на помощь от государства. Основная задача отрасли — укрепить Корпорацию защиты инвесторов в ценные бумаги, наделить ее, по примеру Федеральной корпорации страхования депозитов, полномочиями проводить проверки и, что важнее

⁶ Bevis Longstreth, "Why SIPC Can't Support a Big Failure", *New York Times*, August 26, 1984, Business Section, p. 2.

всего, заставить некоторых брокеров строже следить за соблюдением всех правил и предписаний, гарантирующих финансовое здоровье их фирм.

Регулирование в отдельных штатах

Кроме федерального закона индустрия ценных бумаг подчиняется законам различных штатов. Хотя в целом во всех штатах действуют сходные законы, каждый штат дает им свое собственное толкование. Представляя регистрационные документы в Комиссию по ценным бумагам и биржам, эмитенты выполняют лишь федеральные требования. Однако для того, чтобы законно продавать ценные бумаги в любом из 50 штатов, их необходимо зарегистрировать в каждом из штатов в отдельности. К счастью, многие из штатов разрешают так называемую регистрацию согласованием, в соответствии с которой эмитент может свободно реализовывать свои ценные бумаги, представив комиссару штата по ценным бумагам копию направленного в SEC проспекта. В других штатах, однако, действуют более жесткие законы, поэтому нет ничего удивительного в том, что некоторые ценные бумаги, размещаемые национальными синдикатами инвестиционных банков, не могут на законных основаниях продаваться на территории некоторых штатов. Законы отдельных штатов также требуют регистрации лиц, занятых торговлей ценными бумагами, и получения ими лицензии на проведение любых операций. Когда-то это означало, что зарегистрированный представитель был обязан сдавать экзамены по ценным бумагам в различных штатах, даже если он уже удачно сдал экзамены на NYSE и в NASD. Сейчас ситуация изменилась: существует единый во всех штатах экзамен для получения разрешения на работу с ценными бумагами, поэтому сдача экзамена в любом из штатов признается достаточной для работы во всех остальных штатах. Однако до сих пор зарегистрированный представитель, так же как и его наниматель, обязаны пройти регистрацию во всех штатах, где они намереваются заниматься бизнесом.

Регулирующие торговлю ценными бумагами законы и правила штатов часто называют «законами голубого неба» (blue sky laws), а слова «запуск эмиссии в голубое небо» (blue skying) означают, что гаранты размещения выпуска заполняют регистрационную форму штата. Происхождения этого термина не знает, наверное, никто. Оно сродни происхождению таких терминов, как «бык», «медведь» и внебиржевой рынок (дословно «над прилавком»). Предлагалось много объяснений подобных терминов, однако ни одно из них не стало общепринятым. В случае с термином «голубое небо» наиболее распространенная версия связывает его происхождение с высказыванием одного судьи из Канзаса о том, что инвестор, купивший ценные бумаги, оказавшиеся впоследствии никчемными, приобрел не что иное, как «кусочек голубого неба».

Саморегулирование

Как конгресс того и добивался, национальные рынки ценных бумаг в значительной степени саморегулируются. Это означает, что в пределах, установленных федеральными законами и законами отдельных штатов, операторы

рынков вырабатывают и принимают свои собственные правила честного и этичного поведения аналогично тому, как это делают профессиональные организации типа медицинских обществ и ассоциаций юристов. Однако саморегулирование индустрии ценных бумаг гораздо более пространное и объемлющее по сравнению даже с очень хорошо развитым саморегулированием в банковской или страховой отрасли, а также торговле недвижимостью.

Типичный частный инвестор редко напрямую сталкивается с законами о торговле ценными бумагами. Хотя нельзя отрицать, что иногда инвесторы прибегают к услугам адвокатов—специалистов в области ценных бумаг, большинство из них предпочитает добиваться наказания своих реальных или воображаемых обидчиков через отраслевой механизм саморегулирования. Сплошь и рядом фирмы—члены биржи или NASD готовы нести значительные расходы ради достижения соответствия своей деловой практики всем регулирующим правилам и требованиям, и зачастую оказывается, что внутренние правила фирм более строги по сравнению с федеральными законами и правилами саморегулируемых организаций, к которым они принадлежат. В конечном счете проблемы у некоторых фирм возникают не из-за недостатка правил, а из-за того, что эти тщательно разработанные внутренние правила просто не выполняются работниками отдела продаж или отдела контроля.

Несмотря на тот факт, что клиенты часто обращаются в Комиссию по ценным бумагам и биржам с жалобами, сама комиссия крайне редко занимается их разбором. Обычно комиссия переправляет жалобу непосредственно брокеру или той саморегулируемой организации, в компетенцию которой входит рассмотрение данной жалобы. Сама комиссия вмешивается только при исключительных обстоятельствах, когда имеет место нарушение федерального законодательства, особенно в случаях мошенничества, торговых сделок «инсайдеров», попыток поглощения и продаж незарегистрированных ценных бумаг.

Как правило, крупные национальные брокерские фирмы являются членами Нью-Йоркской фондовой биржи, Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам, Американской и различных региональных фондовых бирж и ряда срочных бирж, например Чикагской товарной биржи. Кроме того, их деятельность регулируется правилами Совета по управлению рынком муниципальных ценных бумаг, Чикагской опционной биржи, Комиссии по срочной биржевой торговле и Национальной фьючерсной ассоциации. Последняя организация является фактическим аналогом NASD на рынке фьючерсов. В зависимости оттого, какие именно правила были нарушены, в расследование могут вовлекаться одна или несколько из перечисленных выше организаций. Каждая из организаций имеет право проверять документацию, штрафовать, приостанавливать членство или исключать из числа членов любую фирму или ее отдельных сотрудников. Кроме того, каждая организация располагает возможностью внутреннего урегулирования конфликтов через арбитражную процедуру. Если клиент при открытии в брокерской фирме счета подписал соглашение об арбитраже, фирма в случае конфликта с клиентом скорее будет настаивать на арбитражном рассмотрении дела, нежели в ходе судебного процесса.

Регистрация персонала

Основополагающим принципом саморегулирования является недопущение в отрасль неквалифицированных лиц. Все причастные к непосредственной торговле ценными бумагами лица, будь то делопроизводители, ведущие счета клиентов, инвестиционные брокеры, финансовые консультанты или иные сотрудники, обязаны зарегистрироваться в соответствующих органах. Кроме того, они должны регистрироваться в каждом штате, на территории которого занимаются бизнесом.

Для регистрации необходимо прежде всего заручиться поддержкой фирмы—члена организации. Следовательно, никто не сможет стать зарегистрированным представителем, независимым от фирмы—члена организации, которая несет ответственность за его действия и следит за соблюдением им принятых в отрасли стандартов. Процесс регистрации начинается с заполнения претендентом формы U-4, в которой перечисляется вся его трудовая деятельность за последние 10 лет, включая периоды перерывов в работе. Кроме того, следует указать все учебные заведения, в которых претендент получал образование, начиная со средней школы, а также все случаи арестов или привлечений к судебным процессам. С претендента на регистрацию снимают также отпечатки пальцев, тщательно изучается его биография.

После этого лицо, желающее профессионально заниматься куплей-продажей ценных бумаг, направляется минимум на четыре месяца на стажировку и лишь затем допускается к сдаче базовых в индустрии ценных бумаг экзаменов «7-й серии». Кроме «7-й серии» существует еще несколько серий экзаменов, касающихся особых фондовых продуктов и выполнения различных контрольных функций.

Экзамен «7-й серии» представляет собой рассчитанный на шесть часов и состоящий из 250 вопросов (по каждому из которых надо выбрать один из предлагаемых ответов) тест, который был совместно разработан NYSE и NASD. Для того чтобы экзамен считался успешно сданным, кандидат должен правильно ответить минимум на 70% вопросов. Тест называют «проверкой минимальной компетентности»; это значит, что успешно прошедший через него кандидат продемонстрировал по крайней мере основные знания, необходимые для работы с ценными бумагами. Для большинства кандидатов экзамен оказывается сложным, и число не выдержавших его составляет в среднем около 45% от всех сдававших, достигая изредка и 50%.

Естественно, перечисление трудовой деятельности и сдача экзамена еще не гарантируют того, что кандидат станет этичным и компетентным зарегистрированным представителем, хотя позволяют сразу отсеять тех, кто не соответствует по меньшей мере минимальным принятым в отрасли стандартам. Сами же по себе эти базовые стандарты значительно выше тех, что установлены для лиц, выполняющих аналогичные функции в банковском и страховом бизнесе, а также в торговле недвижимостью.

Помимо всего прочего, брокеру по ценным бумагам, в зависимости от предполагаемого рода деятельности, может понадобиться сдать несколько других экзаменов. Сдача экзамена «7-й серии» является достаточным условием для работы с ценными бумагами только с точки зрения различных фон-

довых бирж и NASD, однако не всегда полностью удовлетворяет требованиям отдельных штатов, в которых брокеру, возможно, придется работать.

Для работы зарегистрированным представителем по торговле товарными фьючерсами и выполнения различных контрольно-наблюдательных функций требуется сдавать особые экзамены. К лицам, выполняющим контрольно-наблюдательные функции, относят менеджера отделения и начальников отделов по работе с обычными ценными бумагами, опционами и муниципальными ценными бумагами. В 1986 г. специальные экзамены, необходимые для получения права заниматься торговлей процентными и валютными опционами, были отменены, а вопросы, относящиеся к этим сегментам рынка ценных бумаг, вошли в экзамен «7-й серии».

Зарегистрированные представители имеют право консультировать по вопросам инвестиций только в соответствии с внутренними правилами своих фирм и нормами отрасли в целом. Обычно в большинстве фирм запрещено давать инвесторам советы в отношении каких-либо операций с ценными бумагами без рекомендации или одобрения аналитических отделов фирм. Правда, из этого правила возможны исключения, которые некоторые фирмы допускают для своих наиболее опытных брокеров, работающих с не менее опытными клиентами в тех случаях, когда речь идет об акциях компаний, слишком мелких для того, чтобы аналитик фирмы постоянно следил за ними. В подобных ситуациях, однако, брокер действует на свой страх и риск; если сделанные по его совету инвестиции окажутся неудачными, все претензии клиента будут адресованы именно брокеру, а не фирме. По мере того как ведущие брокерские фирмы все больше и больше вторгаются в царство «заранее упакованных товаров» (взаимных фондов, паевых трестов, налоговых товариществ и т.д.), у брокеров будет оставаться все меньше стимулов к тому, чтобы самим выступать в роли фондовых аналитиков. Брокеру будет нелегко оправдаться в продаже высокоспециализированных фондовых инструментов, например ценных бумаг товариществ с ограниченной ответственностью, которые несут в себе не поддающийся оценке риск, если за его спиной не стоит «родная» фирма со всем ее штатом специалистов. Фирмы часто сами ведут списки одобренных аналитиками фондовых операций и всегда готовы предоставить их в распоряжение клиентов. Внутренние правила фирм нередко запрещают рекомендовать клиентам не включенные в эти списки операции. Торговый персонал фирмы получает свои деньги главным образом за совершение сделок купли-продажи, поэтому брокерам настоятельно советуют оставить анализ рынка и ценных бумаг другим специалистам.

Хотя зарегистрированные представители могут давать инвестиционные советы, право называться «инвестиционными консультантами» они получают только после регистрации в соответствии с Законом об инвестиционных консультантах 1940 г. Представителей, занимающихся исключительно торговлей ценными бумагами по поручениям клиентов, этот закон не касается. Однако некоторые брокерские фирмы стремятся зарегистрироваться в соответствии с этим законом, чтобы напрямую, на консультационной основе, инвестировать деньги клиентов, в частности выполнять приказы «на усмотрение брокера». Среди таких фирм мы можем назвать «David J. Greene and Company», «J. and W. Seligman and Company» и «Sanford C. Bernstein and Company». Крупные фир-

мы (типа «МеггШ Lynch») предпочли создать отдельные филиалы инвестиционного менеджмента, не связанные непосредственно с брокерско-дилерскими подразделениями.

Зарегистрированным инвестиционным консультантом может стать любой человек, всего лишь уплатив соответствующий сбор и подав в Комиссию по ценным бумагам и биржам необходимые документы. Каких-либо экзаменов или иных обязательных способов подтверждения квалификации в этой области на федеральном уровне не существует, хотя в некоторых штатах требуется сдать простой экзамен. Инвестиционные навыки, опыт и знания не нуждаются в специальном подтверждении, так как даже беглый взгляд на распространяемые аналитиками-консультантами рыночные листки позволяет судить об уровне их квалификации.

Типичный зарегистрированный представитель в большей мере является интерпретатором подготовленных аналитиками его фирмы отчетов о состоянии рынка и доводит эту информацию до своих клиентов. В связи с тем что брокер, очевидно, является участником торговли, а не аналитиком, действующие в отрасли правила возлагают на него ответственность за «уместные» рекомендации, которые он дает клиентам. Концепция «уместности» воплощена в Правиле 405 NYSE, называемом также правилом «знай своего клиента».

Правило 405. От каждой организации—члена биржи в лице члена полного товарищества, исполнительного должностного лица или иного специально назначенного в соответствии с правилом 342(б)(1) лица или лиц требуется:

(1) Проявлять должное усердие в изучении важной информации относительно каждого клиента, каждого биржевого приказа, каждого открытого или ведущегося в этой организации наличного или маржинального счета и каждого лица, имеющего доверенность на распоряжение открытым или ведущимся в этой организации счетом.

Контроль за счетами

(2) Тщательно контролировать все счета, которые ведутся зарегистрированными представителями организации.

Открытие счетов

(3) В индивидуальном порядке одобрять открытие любого счета до или немедленно после завершения какой-либо операции по нему. Если речь идет об отделениях организации, открытие счета клиента может быть одобрено управляющим такого отделения с условием, что его действия в течение определенного времени получат одобрение со стороны члена полного товарищества, который по Правилу 342(б)(1) признается хозяином организации. Любой член организации, член полного товарищества, должностное лицо или специально назначенное лицо, одобряющие открытие счета, обязаны до вынесения решения одобрения лично ознакомиться с существенными фактами, касающимися клиента и характера открываемого счета, и одобрить открытие счета письменно в виде документа, который является частью текущей отчетности отделения или организации.

Таким образом, явно недостаточно просто сказать, что фирма какого-либо зарегистрированного представителя рекомендует своим клиентам конкретную ценную бумагу. Аналитик может выработать рекомендации в отношении

ценных бумаг компании, обладающей высоким потенциалом роста и, соответственно, высокорискованной. Компании такого рода, не выплачивающие дивидендов, но располагающие потенциальной возможностью в течение двух-трех лет увеличить свою рыночную стоимость в два-три раза, могут идеально подходить стоящим на высокой ступени шкалы прогрессивного налогообложения инвесторам, которым присущ «риск делового человека». В то же время эти компании абсолютно неприемлемы для мелких небогатых инвесторов, стремящихся сохранить свой капитал и доход. Если инвестор потеряет деньги, последовав неуместной для него рекомендации, брокеру будет очень трудно оправдаться, так как большинство судов признало, что брокер устанавливает и поддерживает доверительные отношения с неопытными инвесторами.

Менеджерам брокерских контор следует опасаться злоупотребления этими отношениями. Действующие в индустрии ценных бумаг правила запрещают брокерам следующее:

- «Общие рекомендации»: широкомасштабное навязывание клиенту идеи купить конкретные ценные бумаги без учета его личных инвестиционных целей.
- «Снятие сливок» («взбалтывание»): навязывание брокером клиенту сомнительных операций исключительно ради увеличения собственных комиссионных.
- «Продажи в котельной»: масштабное использование техники «продаж по телефону».
- «Неправомерная свобода действий»: совершение сделок за счет клиента без его предварительного письменного или устного разрешения, т.е. в нарушение правил.

Брокер, замеченный в нарушениях отраслевых правил, касающихся этих и иных подобных неэтичных действий, подвергается дисциплинарному наказанию в форме осуждения, наложения штрафа и/или приостановления действия или отзыва лицензии.

Развитие «дисконтного» брокерского бизнеса породило новые проблемы, хотя и смягчило некоторые прежние. Так называемые «фирмы без излишних украшений» предлагают своим клиентам фактически только исполнение приказов на покупку-продажу и безопасное хранение ценных бумаг. Большинство «дисконтных» фирм не предоставляет никаких инвестиционных консультаций, хотя некоторые из них выдают клиентам для ознакомления общеизвестные и имеющиеся в наличии в любой брокерской конторе исследовательские отчеты фирмы «Standard & Poor's». С правовой точки зрения зарегистрированный представитель «дисконтной» фирмы не отличается от брокера фирмы «полного обслуживания», так как и тот и другой сдали один и тот же экзамен. Однако «дисконтные» брокеры в большей степени являются «приемщиками приказов», нежели «юрисконсультами», а их функции приближаются скорее к канцелярской работе и далеки от консультирования; следовательно, они в известной мере защищены от обвинений в «неуместности» рекомендаций или в «снятии сливок». С другой стороны, они должны противостоять ряду проблем, аналогичных тем, с какими сталкиваются бро-

керы «полного обслуживания». Они обязаны выполнять клиентские приказы добросовестно и точно. Они обязаны говорить клиентам правду. Они обязаны ставить интересы клиентов выше своих собственных или интересов фирмы.

Первое место среди проблем «дисконтных» брокеров занимают получение приказов и их исполнение. С учетом того, что роль «дисконтного» брокера кажется сравнительно простой, даже чисто механической, она во многом базируется на предположении, что клиент осознает свои действия, т.е. на весьма сомнительном предположении. И действительно, мало кто из инвесторов знает (или даже хочет знать) нюансы таких общепринятых в отрасли терминов, как «лимитный приказ "стоп"», приказ «немедленно исполнить или ликвидировать» или «на условиях "исключая дивиденд"». До тех пор, пока инвестор отдает исключительно прямые рыночные или лимитные приказы, трудностей почти не возникает. Однако, когда клиент просит исполнить такие экзотические операции, как опционные спреды или приказы со шкалой цен, могут сразу же появиться проблемы.

В этих случаях не только зарегистрированный представитель может быть незнаком с исполнением таких относительно необычных приказов, но и сам клиент на другом конце телефонного провода может не вполне осознавать, что он говорит. Понимает ли клиент риск операции? Что будет делать клиент и кто его будет консультировать, если окажется, что приказ был исполнен только частично? Знаком ли он с правилами проведения операций «на марже»?

Естественно, некоторые «дисконтные» представители в состоянии дать четкие ответы на все эти вопросы, однако, учитывая обычный уровень профессиональной подготовки «дисконтных» брокеров, не возникает сомнений в том, что будет испытывать инвестор, когда выяснится, что вся его экономия на комиссионных обернулась убытками из-за неудовлетворительного обслуживания.

Если ошибка произошла из-за того, что представитель принял недействительный приказ или неправильно заполнил бланк вполне действительного приказа, его проблемы не будут отличаться от проблем брокера «полного обслуживания» при аналогичных обстоятельствах. С другой стороны, если ошибка связана с тем, что клиент не осознавал риска операции — например, «короткой» продажи, — какая часть вины должна возлагаться на представителя, не предупредившего своего клиента вовремя? Ответ на этот вопрос в случае с «дисконтным» брокером не столь однозначен, как в случае с брокером «полного обслуживания». По крайней мере ясно одно: когда речь идет о «дисконтных» фирмах и их клиентах, необходимо пересматривать общепринятые предпосылки соответствия законам и правилам.

Если клиент чувствует себя обиженным и не может добиться удовлетворительного объяснения непосредственно от своего представителя, его следующим логическим шагом будет обращение к менеджеру отделения. Обычно это не приносит желаемых результатов, поскольку фирмы склонны поддерживать своих брокеров, за исключением случаев очевидного нарушения ими внутрифирменных или отраслевых правил. Конечно, нередко неопытные клиенты жалуются на брокера фактически за то, что он не смог проконтролировать или предсказать тенденции на рынке. После великого биржевого краха в ок-

тябре 1987 г. возникло множество подобных «дел о финансовой катастрофе». Однако обвинения, возлагаемые на брокеров за неудачи клиентов, далеко не всегда являются обоснованными, хотя, естественно, клиентам редко сообщают о действительной степени риска, присущего рыночным инструментам, с которыми они оперируют, или их стратегии. Менеджеры отделений часто склонны сглаживать небольшие, но раздражающие проблемы, вызванные недостатком внимания брокера к нуждам клиента и его нежеланием тратить время на объяснения. Как уже неоднократно подчеркивалось, брокеры — это прежде всего торговцы, которые почти всегда стараются «встать над мирскими проблемами», не тратя время на объяснения, почему клиент не получил чек на дивиденды, хотя должен был, и почему с него взимают процентные платежи по определенной ставке. Слишком часто брокеры стремятся отделаться от жалоб такого рода, отсылая клиентов, нередко в грубой форме, к операционистам. Менеджеры обычно более внимательны к нуждам клиентов и способны быстро разрешать множество небольших проблем, однако, когда обвинения против брокера имеют под собой реальную почву, они, вероятнее всего, станут защищать его, особенно если жалоба в конечном счете может обернуться вычетом из прибыли отделения.

Подписав при открытии счета «вынужденное» соглашение об арбитраже, клиент имеет право продолжать искать справедливости в арбитражном суде, однако это может оказаться дорогим и долгим процессом. В арбитражных рассмотренных дел имеются свои большие недостатки, особенно когда брокер начинает яростно защищаться. Иногда даже простая угроза обратиться к официальной процедуре действует на брокера как сигнал к действию. Телефонный звонок или письмо от адвоката, без сомнения, имеют больший вес, нежели устная жалоба клиента, однако не намного больший. Многие клиенты вообще не желают прибегать к официальным действиям, а начав их, в конце концов жалеют об этом. Вся официальная процедура рассмотрения жалобы оказывается столь дорогостоящей, неприятной и длительной, что теряет всякий экономический смысл. Нет ничего необычного в том, что такая процедура порой растягивается на годы и стоит больше, чем предполагаемая компенсация в случае победы. С другой стороны, если речь идет о крупных суммах денег, официальные действия являются, по существу, единственным реальным путем к получению компенсации. Иногда брокерские фирмы предпринимают попытки договориться с клиентами в частном порядке, стремясь избежать дополнительных расходов и публичной огласки, однако обычно они не торопятся предлагать что-либо сверх минимальной компенсации неудобств, причиненных клиенту. В подобных случаях клиентам рекомендуется до подписания какого-либо соглашения о выплате возмещения проконсультироваться со специалистами.

Существует еще два способа разрешения споров. Первый заключается в направлении жалобы в письменной форме в саморегулируемую организацию, в компетенцию которой входит спорная сделка. Жалобы, связанные с исполнением приказов на внебиржевом рынке, следует направлять в NASD, даже если речь идет о фирме—члене NYSE. Во всех случаях жалоба должна содержать самую подробную информацию с перечислением точных дат, времени и цен сделок. К жалобе необходимо приложить копии соответствующих подтверждений сделок и выписок о состоянии счета.

Наибольшее число жалоб получают следующие крупнейшие органы: Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (адрес: 1735 K Street, N.W. Washington, DC 20006) и Нью-Йоркская фондовая биржа (адрес: 20 Broad Street, New York, NY 10005). Обращение к этим организациям часто приводит к быстрому расследованию и принятию в случае необходимости соответствующих мер. Потребители, привыкшие к длительному разбирательству претензий к производителям или компаниям сферы коммунальных услуг, часто бывают приятно удивлены скоростью реакции саморегулируемых организаций на жалобы. Тем не менее клиент по-прежнему должен быть готов к тому, что никто не увидит «справедливости» его претензий или даже не признает их заслуживающими внимания.

АРБИТРАЖ

Для урегулирования споров на сумму менее 10 000 дол. в отрасли используется упрощенная арбитражная процедура. Клиент может инициировать рассмотрение дела в арбитражном порядке, направив в выбранную в качестве арбитра организацию письменное заявление с изложением своих требований и претензий, подписанную и нотариально заверенную копию Унифицированного соглашения о подчинении и чек на небольшую сумму, установленную организацией. Соглашение о подчинении обязывает клиента подчиниться решению арбитражного суда, что почти полностью устраняет возможность подачи иска в суд в случае неблагоприятного арбитражного решения.

Получив указанные документы, глава арбитража направляет их копии брокеру, который в течение 20 дней обязан прислать письменный ответ. После получения ответа брокера (или его встречного иска) претензии изучаются и по незначительным делам без предварительных слушаний выносятся решения. Если дело более серьезное, оно тщательно изучается тремя или пятью арбитрами. Максимальные издержки на арбитраж все еще остаются относительно низкими по сравнению с судебными издержками.

Все споры между членами биржи или Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам в обязательном порядке решаются через арбитраж. Рядовой инвестор может прибегать к арбитражу по желанию. Таким образом, клиент или член биржи (или NASD) может принудить другую фирму—члена этих организаций к арбитражному разбирательству спора, тогда как член биржи или NASD не имеет права заставить клиента пройти процедуру арбитража без его добровольного согласия. Однако большинство фирм, работающих с ценными бумагами, благоразумно отказывает клиентам в открытии счетов, если те не соглашаются подписать соглашение об арбитраже, практически лишаящее их права обратиться в суд. Правда, отказ клиента подписать соглашение об арбитраже не является достаточным основанием для отклонения его заявления об открытии фьючерсного счета; тем не менее не стоит удивляться, если фирма представит другую, более вескую причину отказа открыть счет.

Долгое время преимуществами арбитражного разбирательства перед судебным считались, помимо не слишком больших сумм претензий, быстрота

процесса, низкие издержки и окончательность вынесенного решения. Однако по мере увеличения числа дел, выносимых на суд арбитров, процесс разбирательства значительно замедлился, стал громоздким и дорогостоящим. Попытки добиться отмены решения арбитров крайне редко бывают успешными, хотя в последнее время все чаще высказывается мнение, что решения арбитров стали в большинстве своем слишком произвольными, что рассмотрение дел производится непрофессионально и что назначаемые суммы компенсаций слишком малы. Тем не менее некоторые полагают, что арбитражные процедуры являются спасением для тех, кто не в состоянии перенести расходы, ожидания и волнения, связанные с обычными судебными разбирательствами. Вместе с тем вероятность получения существенной компенсации по решению арбитров значительно ниже, чем при рассмотрении дела судом присяжных. Процедура изучения дела часто дает брокеру, который всегда хранит все сведения о клиенте, преимущество над клиентом, обычно не ведущим своих собственных записей и не сохраняющим материалов деловой переписки с брокером. Кроме того, брокеры всегда могут прибегнуть к помощи независимого или штатного консультанта своей фирмы, специализирующегося на ценных бумагах. Клиенты же нередко приходят на слушание дела без адвоката или в крайнем случае обращаются за помощью к адвокатам, не являющимся специалистами в области торговли ценными бумагами. В силу всех перечисленных причин брокеры более склонны, по сравнению с клиентами, настаивать на арбитраже и гораздо реже пытаются до арбитражного разбирательства уладить все дела с клиентами в частном порядке, нежели тогда, когда предстоят слушания в суде.

5

**ПРАКТИКА
ИНВЕСТИРОВАНИЯ
И СПЕЦИАЛЬНЫЕ
ФОНДОВЫЕ
ИНСТРУМЕНТЫ**

СРЕДНИЕ ПОКАЗАТЕЛИ КУРСОВ АКЦИЙ И ИНДЕКСЫ

В этой и нескольких последующих главах рассматриваются факторы, которые многие инвесторы склонны прежде всего учитывать при оценке инвестиционных возможностей и их результатов. Они считают, что взлеты и падения цен являются основой прогнозирования и точным показателем краткосрочных тенденций на рынке. В настоящей главе приводятся некоторые способы измерения движения цен на рынке в целом. В последующих главах раздела рассматриваются взаимосвязи между курсами акций и изменениями в экономической активности, а также формирование портфеля инвестиций. Кроме того, представлены различные схемы и методики, которыми руководствуются инвесторы при определении времени купли или продажи ценных бумаг, и различные специальные фондовые инструменты, считающиеся весьма полезными при некоторых обстоятельствах.

Хотя уже в течение долгого времени рынок демонстрирует тенденцию к росту, рисунок 18-1 показывает, что иногда размах колебаний цен бывает очень велик. Для того чтобы графически показать состояние и направление движения рынка, ежедневные газеты, финансовые издания и консультационные фирмы по инвестициям публикуют ряд средних показателей курсов акций и фондовых индексов. Некоторые из них уже давно стали общепризнанными; от публикации нескольких показателей пришлось отказаться, так как инвесторы перестали ими пользоваться.

СРЕДНИЕ ПОКАЗАТЕЛИ КУРСОВ АКЦИЙ

Существует ряд хорошо известных средних показателей курсов акций. Все они имеют некоторые общие характерные черты.

Общие характеристики

Все средние показатели курсов основаны на том, что называют представительным списком эмиссий. Обычно в этот список входят ценные бумаги от 15 до 20 различных эмитентов. Весь список делится по крайней мере на две

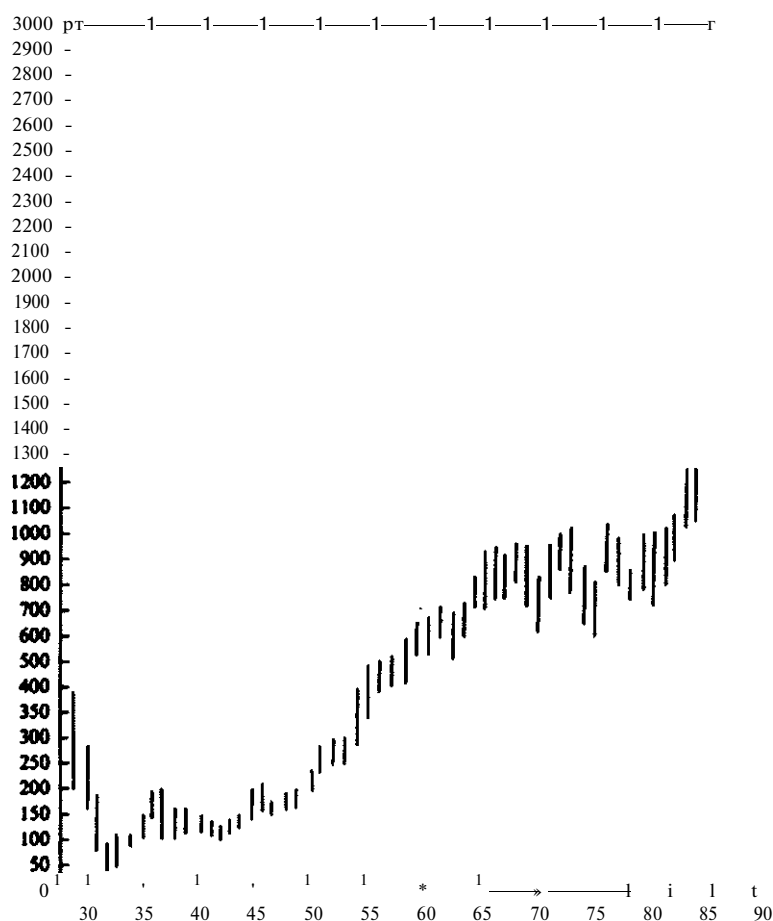


Рис. 18-1. Наибольшие-наименьшие значения средних курсов акций промышленных корпораций Dow Jones, 1928–1990 гг.

группы: акции промышленных компаний и акции транспортных компаний. По каждой из этих групп рассчитываются и публикуются отдельные средние показатели курсов. При калькуляции некоторых средних показателей учитывается и третья группа — группа акций компаний коммунального хозяйства. Обычный метод расчета заключается в сложении дневных курсов акций и делении суммы на тот или иной выбранный делитель. Типичный средний показатель курсов не является «взвешенным» в том смысле, что в нем не учитывается значение компании-эмитента на рынке или в экономике. В другом смысле, однако, средние показатели можно считать взвешенными, так как акции с более высоким курсом больше влияют на их значения, чем акции с более низким курсом. Средние показатели курсов акций всегда отражают дневные цены закрытия. Большинство из них показывает также макси-

мальное-минимальное значение за день. Средние показатели курсов Dow Jones раньше калькулировались каждый час; сейчас они рассчитываются ежеминутно с момента открытия рынка. Многие службы, публикующие средние показатели, располагают специальными буклетами, в которых представлены все значения показателя с того момента, когда он впервые был рассчитан.

Проблемы, возникающие при непрерывном расчете среднего показателя

К большому сожалению фирм, публикующих средние показатели, им постоянно приходится сталкиваться с проблемой непрерывности (сопоставимости) значений временного ряда показателя. Обычно возникает три основные проблемы, которые каждая фирма преодолевает своими собственными способами. Первой проблемой является производство замен; второй — увеличение или уменьшение представительного списка эмиссий; третьей — корректировка в связи со «сплитами».

Производство замен

Время от времени службы по калькуляции средних показателей сталкиваются с необходимостью исключить из расчета акции одного эмитента и ввести акции другого эмитента. Исключение из представительного списка эмиссий происходит в связи с резким падением курса акций (означающим, что корпорация-эмитент утратила свое значение) или «исчезновением» самих акций из-за слияния их эмитента с другой компанией или консолидации. Некоторые выпуски приходится исключать из списка по причине того, что они испытывают на себе влияние нестандартных факторов и, следовательно, не могут далее рассматриваться как представительные. В таких случаях для определения среднего показателя есть два пути. Во-первых, можно взамен выбывших выбрать акции другого эмитента из той же отрасли, которые продаются примерно по той же цене. Если на рынке не удастся обнаружить акции с точно таким же курсом, как и у выбывших акций (что является вполне обычным), разница между ценами исключенных и включенных в расчет акций корректируется путем добавления к среднему показателю или вычитания из него соответствующей суммы долларов. Это, конечно, не слишком точный статистический метод, но в целом он позволяет добиться достаточно удовлетворительных результатов. Второй путь состоит в корректировке делителя, как будет показано ниже.

Производить замены приходится редко. Например, в период с 1950 по 1955 г. включительно в среднем показателе курсов акций промышленных компаний Dow Jones замен не производилось вообще, а в показателе курсов акций железнодорожных компаний было сделано всего две замены. С 1956 по 1961 г. в показателе курсов акций промышленных компаний произошло пять замещений, а в показателе по железнодорожным компаниям — еще одна. Выпадение из калькуляции среднего показателя по железным дорогам акций компании «Northern Pacific*» в 1952 г. является хорошим примером замены в представительном списке. В тот год в бассейне реки Уиллистон, где компа-

ния владела большими земельными участками, обнаружили месторождение нефти. В результате курс акций компании стал настолько неустойчивым, что их пришлось исключить из расчета среднего показателя курсов и включить в представительный список более стабильные акции. Когда компания «Philip Morris» поглотила корпорацию «General Foods», именно ее акции стали учитываться при расчете средних показателей вместо акций поглощенной компании. За последние несколько лет из представительного списка выбыли акции «American Brands*» и «Johnes Manville»>>, а их заменили акции «American Express*» и «McDonald's». В период с 1962 по 1986 г. представительный список не претерпел больших изменений (в нем было произведено всего восемь замен), хотя некоторые эмитенты за это время успели сменить название. Однако в представительном списке акций для расчета бывшего среднего показателя курсов по железнодорожным компаниям в 1970 г. произошли кардинальные изменения: он был существенно расширен за счет включения акций, представляющих другие виды транспорта.

Увеличение или уменьшение представительного списка эмиссий

Подобная ситуация возникает, когда требуется, например, увеличить представительный список для расчета среднего показателя курсов с 25 до 30 эмиссий или, наоборот, сократить его. При этом значения показателя среднего курса по новому списку должны соответствовать значениям показателя по старому списку с точки зрения непрерывности публикуемых временных рядов значений. Непрерывности удастся достичь путем пересчета прежних значений среднего показателя за весь период его существования в соответствии с новым средним показателем представительного списка либо путем использования специального делителя, который обеспечивает идентичность расчета нового и старого показателей с момента внесения изменений в представительный список. Проблемы, связанные с изменением размера списка, возникают редко. Например, расчет средних показателей курсов акций промышленных компаний и железнодорожных компаний Dow Jones проводился на основе неизменного числа акций в представительных списках с 1928 г., а среднего показателя курсов акций компаний коммунального хозяйства — с 1938 г.

Корректировка в связи со «сплитами»

Довольно обычной проблемой является корректировка среднего показателя курсов акций в связи со «сплитами» (разбивкой акций на несколько бумаг с меньшими номиналами путем выпуска нескольких новых акций взамен одной прежней). Компании очень часто производят «сплиты», когда на рынке господствуют «бычьи» настроения. Например, 1968—1970 гг. были отмечены множеством «сплитов». «Сплит» представляет собой серьезную проблему для служб, считающих средние показатели. Предположим, что вместо каждой акции, продававшейся по курсу 250 дол., компания выпустила пять новых акций. В этом случае при отсутствии корректировки из суммы курсов акций, входящих в представительный список, немедленно вычитается 200 дол. Если средний показатель рассчитывается по 25 акциям, это означает падение кур-

са каждой акции-представителя на 8 дол. Результатом станет резкое падение значения среднего показателя, свидетельствующее о спаде на рынке, которого в действительности не наблюдается. Следовательно, любой «сплит» требует проведения соответствующей корректировки одним из трех наиболее распространенных способов.

Во-первых, можно заменить акции, подвергшиеся «сплиту», на акции другого эмитента. В прошлом такая операция действительно несколько раз производилась, однако она всегда была сопряжена с определенными трудностями, так как найти на рынке акции той же отрасли и примерно с таким же курсом почти невозможно. Если же компания, сделавшая «сплит», играет большую роль на рынке или в экономике, замена ее акций другими при расчете среднего показателя может оказаться просто недопустимой.

Второй способ состоит в использовании множителя. Если, например, новые акции были выпущены в пропорции 5:1, их цену следует умножить на 5; если же в пропорции 2:1 — на 2. Этот способ считается вполне приемлемым.

Третий способ заключается в изменении делителя таким образом, чтобы уровень среднего показателя остался неизменным. Именно этим способом пользуются при калькуляции средних показателей Dow Jones. Делитель — это всего лишь число, которое, при делении на него новой суммы курсов, позволяет получить такой же уровень на новой базе, какой был получен на прежней базе за день до использования нового делителя. Проиллюстрируем этот способ простым примером. Предположим, что средний показатель курсов рассчитывается на основе всего трех акций:

Акция	Цена
<i>A</i>	20
<i>B</i>	25
<i>C</i>	45
	90 : 3
	30

Теперь предположим, что одна акция *C* обменивается на 3 новых акции; соответственно, цена новых акций опустится до 15. Сумма курсов всех трех акций составит 60, что при делении на 3 дает число 20. Очевидно, составитель среднего показателя не может допустить его падения с 30 до 20, поэтому он изменяет делитель. Формула, по которой определяется новый делитель, следующая:

$$\text{Делитель} = \frac{\text{Новая сумма курсов}}{\text{Прежняя сумма курсов}}$$

$$\text{Делитель} = \frac{60}{30} = 2$$

$$\frac{60}{2} = 30$$

Средний показатель теперь вновь равен 30, следовательно, влияние «Сплита» в пропорции 3:1 полностью элиминировано.

В сентябре 1991 г. при расчете среднего показателя курсов акций промышленных компаний делитель равнялся 0,559, транспортных компаний — 0,709 и компаний коммунального хозяйства — 1,997. При расчете среднего показателя по всем 65 акциям использовался делитель, равный 2,751. Если цены всех учитываемых в среднем показателе акций сложить, а сумму разделить на определенный делитель, получится значение среднего показателя. Например, если все 30 акций, на основе которых рассчитывается средний показатель по промышленным компаниям, продаются по 50 дол. за акцию, сумму цен, равную 1500 дол., следует разделить на текущий делитель 0,559, в результате чего значение среднего показателя будет равно 2683,36. Как и в большинстве средних показателей и индексов, число 2683,36 представляет собой пункты, а не доллары и центы.

Теория, лежащая в основе изменений делителей, применяемых службой Dow Jones, утверждает, что каждая акция должна быть учтена в расчете только один раз, т.е. в расчете среднего показателя должна учитываться цена только одной акции каждой компании. Именно поэтому служба Dow Jones использует для корректировки изменение делителя и отрицает альтернативную теорию, признающую умножение на величину «сплита» вполне приемлемым способом.

Средние показатели курсов Dow Jones

Вероятно, из всех средних показателей наиболее известными являются показатели Dow Jones. По этой причине, а также из-за того, что их характерные черты в значительной мере присущи и другим средним показателям, мы рассмотрим их более подробно. Эти средние показатели были разработаны Чарльзом Доу, основателем компании «Dow Jones Сотрапу» и издателем газеты «The Wall Street Journal». Он вошел в историю как создатель теории средних показателей курсов акций. Впервые его средний показатель был рассчитан в 1884 г. всего лишь по 11 акциям. Как будет показано ниже, это был фактически средний показатель курсов акций железнодорожных компаний, которые в то время являлись основными ценными бумагами на биржах. Показатель рассчитывался по курсам следующих компаний:

«Chicago & North Western»	«New York Central*
«Delaware, Lackawanna & Western*»	«Northern Pacific Preferred*»
«Lake Shore»	«Pacific Mail*»
«Louisville & Nashville»	«St. Paul*»
«Missouri Pacific»	«Union Pacific*»
	«Western Union*»

В 1897 г. список железнодорожных компаний, по акциям которых калькулировался средний показатель, расширился до 20. В настоящее время основой для расчета этого показателя по-прежнему остаются 20 акций, хотя с 2 января 1970 г. вместо среднего показателя курсов акций железнодорожных

компаний стали публиковать средний показатель курсов акций транспортных компаний. Из представительного списка эмиссий были исключены акции девяти железнодорожных компаний, место которых заняли акции шести авиатранспортных и трех автотранспортных компаний. Позднее в этом списке произошло еще несколько замен. Наиболее интересной была замена в 1991 г. акций обанкротившейся «Pan Am Corporation» акциями «Roadway Services Inc.» Акции «Roadway» стали первыми включенными в расчет средних показателей Dow Jones акциями, которые не котировались на Нью-Йоркской фондовой бирже. В сентябре 1991 г. средний показатель курсов по транспортным компаниям калькулировался на основе акций следующих компаний:

«AMR Corp.»	«Cons Rail»	«Santa Fe»
«Airbrn Freigt»	«CSX Corp.»	«Southwest Airl»
«Alaska Air»	«Delta Air»	«UAL Corp.»
«Amer Pres»	«Fed Express»	«Union Pac»
«Burlington»	«Norfolk So»	«USAir»
«Caro Freight*»	«Roadway Svcs»	«Xtra Corp.»
«Cons Freight*»	«Ryder System»	

Первый представительный список для расчета среднего курса по акциям промышленных компаний включал 12 акций и был составлен в 1897 г. Этот показатель рассчитывался простым сложением курсов 12 акций и делением суммы на 12. В 1916 г. список претерпел изменения и расширился до 20 акций. До 1928 г. компания «Dow Jones» придерживалась политики частых замен в представительном списке и пользовалась методом множителя для корректировки показателя в связи со «сплитами». В 1928 г. компания приняла решение перейти к методу изменения делителя, которым пользуется до сих пор. В том же году представительный список эмиссий был увеличен до 30 акций. Позднее он подвергался неоднократным изменениям, однако число представленных в нем акций всегда оставалось постоянным. Все средние показатели Dow Jones основываются только на ценах первичного рынка акций, а не на сложных (производных, вторичных) ценах. В сентябре 1991 г. список включал акции следующих промышленных компаний:

«Allied Sig»	«DuPont»	«Minn M&M»
«Alum Co»	«Eastman»	«Morgan (J.P.)»
«Amer Exp»	«Exxon»	«Philip Morris»
AT&T	«Gen Electric»	«Proc Gamb»
«Beth Steel»	«Gen Motors»	«Sears»
«Boeing»	«Goodyear»	«Texaco»
«Caterpillar»	IBM	«Union Carbide»
«Chevron»	«Int'l Paper»	«United Tech»
«Coca-Cola»	«McDonald's»	«Westinghouse»
«Disney (Walt):»	«Merck»	«Woolworth»

Первый средний показатель кусов акций компаний коммунального хозяйства был рассчитан в 1929 г. на основе 18 акций. Впоследствии представительный список расширился до 20 акций, однако в 1938 г. сократился до нынешних 15 и включает в себя ценные бумаги следующих компаний:

«Am El Power*»	«Cons N Gas»	«Panhandle*»
«Arkla Inc.*»	«Detroit Edis»	«Peoples En»
«Centerion»	«Houston Inc»	«Phila Elec»
«Comwlth Edis»	«Niag Mohawk»	«Pub Serv E»
«Cons Edison*»	«Pacific G&E»	«CSEcorp»

Средние показатели Dow Jones пользуются большой популярностью среди инвесторов. Эта популярность обуславливается несколькими причинами: (1) это — старейшие из средних показателей, которые рассчитываются уже в течение более полувека, и (2) они — наиболее известные и широко публикуемые показатели. Исторически они имеют еще одно особое преимущество, которым не обладает ни один из остальных средних показателей. Это преимущество обеспечивает им уважение со стороны инвесторов и способствует их широкому использованию и высокой репутации. Оно заключается в том, что эти средние показатели являются основой интерпретации теории Доу. В настоящее время теория не пользуется широкой популярностью, а ее базовые положения всегда вызвали споры, однако наиболее преданные последователи теории хорошо понимали, что ни один другой средний показатель, как бы хорош он ни был, не может использоваться в целях интерпретации данной теории. Следует заметить, что средний показатель курсов акций промышленных компаний Dow Jones широко применяется для построения формул, по которым рассчитываются схемы операций с ценными бумагами.

Несмотря на популярность, средние показатели Dow Jones имеют и своих противников. Отчасти их критикуют за слабую статистическую базу и недостаточную представительность. Им приписывают также отсутствие логики при построении. Ниже мы упомянем несколько наиболее часто подвергаемых критике недостатков этих средних показателей.

Многие критики недовольны тем, что в представительный список для расчета среднего курса акций промышленных компаний включены акции компании AT&T. Исторически эта компания относилась к компаниям коммунального хозяйства и действительно до 1939 г. входила в список компаний, акции которых учитывались в расчете среднего показателя Dow Jones по компаниям коммунального хозяйства. Однако затем акции этой компании включили в представительный список среднего показателя по промышленным компаниям, где они заменили акции IBM. Акции AT&T до распада компании на несколько частей обычно имели высокий курс и, следовательно, существенный «вес» в среднем показателе. Кроме того, относительная стабильность их курса иногда приводила к тому, что и средний показатель казался более стабильным, чем он был на самом деле. Хотя сейчас курс акций AT&T значительно ниже курсов многих других, доминирующих на рынке акций, например акций IBM, репутация компании все еще оказывает влияние на

тех, кто привык, прогнозируя будущее фондового рынка, полагаться на анализ прошлых временных рядов значений среднего показателя.

Вторым поводом для критики показателей Dow Jones является их недостаточная представительность. Особенно это относится к среднему показателю курсов акций промышленных компаний, который рассчитывается на основе акций всего лишь 30 из великого множества компаний этой категории. Правда, защитники средних показателей Dow Jones утверждают, что акции этих 30 компаний представляют около 25% всех котируемых на NYSE акций и около 20% стоимости всех выпущенных в США акций.

Есть некоторое беспокойство по поводу того, что стремление учитывать в средних показателях курсов преимущественно акции наиболее надежных компаний, относящихся к «голубым фишкам», может приводить к их искажению. Из-за высокой цены этих акций список оказывается недостаточно представительным. Вместе с тем вероятность включения в него акций с низким курсом крайне мала, так как их эмитенты редко относятся к компаниям высшей инвестиционной надежности. Когда компания-эмитент, ранее считавшаяся «голубой фишкой», утрачивает свой блеск, ее акции в представительном списке часто заменяются акциями другой компании. В этом заключается очевидный недостаток средних показателей Dow Jones, так как тенденции движения курсов недорогих акций иногда могут заметно отличаться от тенденций движения цен «голубых фишек».

До середины 60-х годов средний показатель курсов акций промышленных компаний Dow Jones служил вполне приемлемым индикатором состояния и направления движения фондового рынка, однако затем все изменилось. Средний показатель начал демонстрировать меньший по сравнению с действительным рост цен на рынках «быков» и меньшее падение цен на рынках «медведей». Одной из причин этого является то, что некоторые включенные в представительный список промышленные компании стали в меньшей степени по сравнению с прошлым представлять американскую промышленность. По мере усложнения технологий менялись как сами компании, так и экономика в целом. Например, акции компаний «Chrysler» и «Esmark» еще долгое время после того, как большинство аналитиков перестало относить их к «голубым фишкам», продолжали учитываться в среднем показателе. Лишь в июне 1979 г. акции этих компаний в представительном списке были заменены акциями «Metek & Co» и IBM. В 1982 г. из него исключили акции оказавшейся в сложном финансовом положении компании «Johns Manville Cotrapu», место которых заняли акции «American Express». Компания «General Foods», курс акций которой периодически оказывал сильное влияние на значение среднего показателя из-за слухов о скором поглощении эмитента, в конце концов в 1985 г. была действительно поглощена компанией «Philip Morris», акции которой и заняли место ее акций в представительном списке. Кроме того, за последние несколько лет из списка выпали акции компаний «American Cap», «Inco», «Navistar International*» и «U.S. Steel», вместо которых в расчете среднего показателя стали учитываться акции «Boeing», «Caterpillar», «Disney» и «J.P. Morgan*».

Еще одной проблемой, связанной с большинством компаний, акции которых входят в представительный список, является их размер. Многие из

этих компаний входят в число крупнейших в стране. Для таких компаний характерно, что разработка новых продуктов или изменение методов производства отражаются на объеме продаж и прибылях компании лишь по прошествии значительного периода времени. Кроме того, исторически средние показатели адекватно не отражали растущего значения в экономике компаний сферы услуг, хотя после включения в представительный список акций компаний «American Express», «Disney» и «McDonald's» этот аргумент критиков утратил свою силу.

Неустойчивость значений средних показателей в огромной степени обусловлена «сплитами» акций. Всякий раз, когда происходит «сплит», влияние данных акций на значение среднего показателя падает прямо пропорционально кратности «сплита». Влияние на значение показателя полученных компанией, произведшей «сплит», доходов сокращается, хотя такая компания часто относится к числу наиболее благополучных. В результате значение среднего показателя оказывается очевидно заниженным. Таким образом, средний показатель не может своевременно возрастать так быстро или настолько, как какой-либо другой показатель. В связи с этим в еще одном издании фирмы «Dow Jones», газете «Barron's», регулярно публикуются невзвешенные средние показатели по акциям 50 ведущих компаний, в основе которых лежат цены закрытия четверга. Кроме того, публикуются невзвешенные средние показатели курсов акций по 32 отраслевым группам.

Подобно гораздо более широко распространенным средним показателям Dow Jones, в различных средних показателях «Barron's» предпринимаются попытки компенсировать влияние «сплитов» акций, дивидендов, выплачиваемых акциями, и замен в представительном списке. Это достигается путем применения индивидуальных множителей к каждой представительной акции и индивидуального делителя в каждой отраслевой группе. Изменения в компонентах среднего показателя, множителях и делителях всегда указываются в разделе «Лаборатория рынка» газеты «Barron's».

Некоторые аналитики полагают, что особого интереса заслуживают «отраслевые» средние показатели. На рынках «быков» или «медведей» довольно часто бывает, что акции ограниченного числа отраслей оказывают непропорциональный своему значению эффект на движение рынка. Калькуляция отраслевых средних показателей позволяет легко установить эти отрасли.

Стоимостный линейный составной средний показатель

Стоимостный линейный составной средний показатель измеряет стоимость обыкновенных акций около 1700 компаний, большинство которых котируется на основных биржах Нью-Йорка. Более 80% из них котируются на NYSE. Хотя этот средний показатель курсов акций считается невзвешенным, его расчет отличается некоторыми характерными чертами, присущими калькуляции взвешенных средних показателей, а его форма представления (в процентах от 100) позволяет классифицировать его в большей степени как индекс, нежели как средний показатель, или по крайней мере как гибрид первого и второго. Среднее геометрическое значение курсов акций, рассчитанное с равными весами, выражается в форме индекса с 30 июня 1961 г.,

значение которого принято за 100. Оно ежедневно корректируется на чистое дневное изменение цены в процентах по каждой акции, а также на дивиденды, выплачиваемые акциями, и «сплиты». Составным показателем называют из-за того, что при его калькуляции учитываются курсы акций свыше 1500 промышленных компаний, около 160 компаний коммунального хозяйства и 11 железнодорожных компаний.

В 1982 г. срочная Товарная биржа Канзаса приняла стоимостный линейный составной индекс, отражающий движение курсов 1700 акций, в качестве базы впервые введенных в оборот фьючерсных контрактов на основе фондовых индексов. Сторонники использования именно этого индекса подчеркивали его широкую базу и тенденцию к более значительным колебаниям по сравнению со всеми другими индексами. Учитываемые при его калькуляции акции представляют более 96% всего оборота рынка акций США в долларовом выражении. Тем не менее огромное число эмиссий, обращающихся на рынках «второго яруса», существенно превосходит по неустойчивости курса акции «голубых фишек», в результате чего коэффициент «бета» (показатель относительной неустойчивости цен акций — ковариация акции относительно остального рынка) для этого индекса составляет около 1,2, что является самым большим значением среди всех рассчитываемых на широкой базе индексов.

Выбор среднего показателя

У инвестора, выбирающего, на какой из уже рассмотренных или других публикуемых средних показателей можно положиться, никогда не возникало больших проблем в определении самого полезного показателя. Что касается дневных колебаний цен на акции, то практически все средние показатели синхронно растут или падают в 90% случаев, хотя степень роста или падения у них может не совпадать. Кардинальные изменения в тенденции движения рынков все средние показатели отражают одновременно в тот же день, когда они происходят. С точки зрения не описания рынка, а прогнозирования ни один из регулярно публикуемых показателей не имеет очевидных преимуществ перед другими в определении поворотных точек рыночных циклов.

ФОНДОВЫЕ ИНДЕКСЫ

Общие характеристики

Хотя термины *средний показатель (average)* и *индекс (index)* иногда употребляются как синонимы, с технической точки зрения фондовые индексы представляют собой более чистые методы измерения изменений уровня цен на акции по сравнению со средними показателями. Это особенно ярко проявляется, если наблюдение за фондовыми рынками (биржами) ведется в течение длительного времени. Каждый из индексов имеет свой базовый период, в то время как средние показатели представляют собой взвешенное или невзвешенное среднее арифметическое значение курсов группы акций. Индексы обычно взвешиваются одним из нескольких различных методов; наиболее

распространенным методом является умножение числа выпущенных акций каждой компании на их цену. При расчете индекса неизменно учитываются акции многих компаний, причем с помощью использования точных статистических формул устраняются статистические недостатки, присущие средним показателям. В результате индексы оказываются чрезвычайно полезными в измерении изменений рынка в целом. Часто индексы разбиваются на множество отраслевых индексов, что позволяет получить более точную картину положения в отдельных отраслях.

Несмотря на все преимущества индексов, инвесторы находят в них определенные недостатки. Весьма распространено мнение, что некоторые средние показатели, при всей своей ограниченности, являются более чувствительными к изменениям на рынке по сравнению с индексами, основанными на курсах акций многих компаний. Как правило, индексы пользуются меньшей популярностью, чем средние показатели.

Индексы «Standard & Poor's (S&P)»

До 1957 г. компания «S&P» публиковала два индекса: ежедневный и еженедельный. В 1957 г. им на смену пришел нынешний составной индекс «Standard & Poor's 500», который является комбинацией других рассчитываемых компанией индексов. Этот индекс состоит из индекса акций 385 промышленных компаний, индекса акций 15 транспортных компаний и индексов финансовых и коммунальных акций, 56 и 44 компаний соответственно. В целом учитываемые в индексе акции представляют компании 86 отраслей. Индекс основан на стоимостной базе, равной 10, которая была установлена в 1941—1943 гг. Весами при его расчете служат количества выпущенных каждой из учитываемых компаний акций. Подобно средним показателям Dow Jones, он выражается в пунктах, а не в долларах и центах.

В связи с тем что индекс «S&P 500» рассчитывается на основе курсов многих ведущих акций, котируемых на бирже и обращающихся на внебиржевом рынке, его принимают во внимание многие специалисты фондового рынка, особенно институциональные инвесторы. Индекс включает в себя акции, представляющие около 80% рыночной стоимости всех акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже.

С 11 марта 1983 г. на Чикагской опционной бирже (Chicago Board Options Exchange — СВОЕ) началась торговля индексными опционами «пут» и «колл» на основе индекса «СВОЕ 100». За несколько недель эти новые контракты достигли громадной популярности. В июле того же года индекс компании «Standard & Poor's» стал называться «S&P 100», хотя его по-прежнему часто называют по его обозначению на тикере ОЕХ. Стоимостной базой индекса, принятой за 100, является его значение 2 января 1976 г.

Все 100 акций, по которым калькулируется индекс «S&P 100», присутствуют и в представительном списке индекса «S&P 500». Это — акции 82 промышленных компаний, 4 компаний коммунального хозяйства, 5 транспортных компаний и 9 финансовых институтов. Хотя этот индекс строится на основе акций, составляющих лишь одну пятую от числа акций, лежащих в основе индекса «S&P 500», по рыночной стоимости они представляют фактически около половины от стоимости акций, учитываемых в «S&P 500».

Весами для калькуляции обоих индексов «S&P» служит капитализация. Такое взвешивание позволяет устранить необходимость корректировок, компенсирующих влияние выплаченных акциями дивидендов и «сплитов», однако в случае слияний и банкротств компаний по-прежнему возникает необходимость замены акций в представительном списке. Оба индекса пересчитываются каждые несколько секунд и немедленно распространяются по системам передачи рыночных котировок.

Индекс Нью-Йоркской фондовой биржи

Индекс Нью-Йоркской фондовой биржи — это составной индекс, публикуемый с 14 июля 1966 г., который рассчитывается по всем котируемым на NYSE обыкновенным акциям. Изначально индекс рассчитывался по 1250 акциям; сейчас в его представительном списке числится более 1500 акций. При его расчете все акции делятся на четыре группы: промышленные, коммунально-го хозяйства, финансовые и транспортные. Этот индекс — • составной по всем четырем группам, хотя по каждой группе публикуются отдельные индексы. При расчете всех индексов используется взвешивание путем умножения цены каждой акции на число этих акций, находящихся в обращении. Отдельные по каждой из четырех групп акций индексы исчисляются в пунктах, однако составной индекс представляется в долларах и центах. Базой для всех пяти индексов является число 50, представляющее собой приблизительное средневзвешенное значение курсов акций, котирувавшихся на бирже на момент первого исчисления индексов. Базовой датой является 31 декабря 1965 г.

Корректировки индексов в связи с влиянием выплаченных акциями дивидендов и «сплитов» не требуется, так как это не распространяется на совокупную рыночную стоимость акций. Иногда, однако, необходимость в корректировке возникает. Появление на бирже новых акций или, наоборот, лишение акций котировки требует прибавления или вычитания из базы. Слияния двух компаний, акции которых котируются на бирже, обычно не отражаются на совокупной рыночной стоимости; однако если одна из сливающихся компаний не имеет биржевой котировки вообще или имеет ее на другой бирже, базу необходимо увеличить, так как совокупная рыночная стоимость увеличивается на стоимость компании-аутсайдера. Новые выпуски акций, предназначенные для размещения среди уже существующих акционеров, также увеличивают стоимость базового эквивалента на совокупную стоимость каждого такого нового выпуска.

Составной индекс NYSE начал публиковаться с 1966 г. Некоторые любители истории, однако, в своих нескончаемых поисках верных признаков грядущих изменений на рынке хотели бы изучить и более ранние данные. Соответственно их желаниям аналитики Нью-Йоркской фондовой биржи рассчитали значения индекса на базе ежедневных цен закрытия с 28 мая 1964 г. После этого индекс Комиссии по ценным бумагам и биржам, временной ряд значений которого прервался в 1964 г., был подведен к базе составного индекса NYSE, в результате чего удалось получить значения индекса за период с 7 января 1939 г. по 28 мая 1964 г. Частота пересчета индекса по мере прогресса процесса компьютеризации постоянно росла, и сейчас значение

этого индекса, подобно большинству других, обновляется фактически непрерывно.

Составной индекс NYSE лежит в основе фьючерсных контрактов, покупаемых и продаваемых на Нью-Йоркской срочной бирже (New York Futures Exchange — NYFE). На той же бирже ведется торговля опционами на эти индексные фьючерсные контракты. Хотя торговля фьючерсными контрактами и опционами на них достаточно популярна для того, чтобы не умереть, попытки организовать аналогичные рынки фьючерсных контрактов и опционов, основанных на четырех отдельных отраслевых индексах, оказались значительно менее успешными.

Индекс Американской фондовой биржи

4 сентября 1973 г. Атех заменила Индекс изменения цен, рассчитывавшийся с 1966 г., Индексом рыночной стоимости и 16 субиндексами. Первоначальный базовый уровень нового индекса был принят за 100 и соответствовал закрытию биржи 31 августа 1973 г., однако 5 июля 1983 г. индекс скорректировали наполовину от предыдущего уровня. Базовые уровни индекса и 16 субиндексов уменьшились до 50.

Индекс измеряет совокупную рыночную стоимость котируемых на Атех выпущенных обыкновенных акций, свободнообращающихся расписок на иностранные акции, депонированные в банке США, и варрантов, общим числом около 800. Восемь субиндексов охватывают восемь групп акций, представляющих компании восьми отраслей промышленности соответственно. Свыше 90% этих акций котируются на Атех. Другие восемь индексов рассчитываются по восьми географическим группам и включают в себя акции всех компаний, имеющих котировку на этой бирже.

Особенностью калькуляции индексов Атех является учет выплаченных дивидендов в виде одного из слагаемых индексов; дивиденды рассматриваются как реинвестированные суммы, что, следовательно, позволяет отражать в индексе суммарную прибыль на акции. Получение или лишение котировки, «сплиты» и выплаты дивидендов акциями не учитываются.

Сравнительно недавно Атех разработала несколько специализированных взвешенных по ценам индексов, которые служат основой для опционов, продаваемых на этой бирже. Индекс курсов акций авиатранспортных компаний основан на акциях пяти основных авиаперевозчиков. Индекс нефтяных акций рассчитывается на основе цен акций 15 крупных нефтяных компаний. Индекс компьютерной технологии строится на основе акций около 30 компаний отраслей высокой технологии, причем наибольший вес в индексе имеют акции IBM. Хотя все эти индексы были разработаны в начале 80-х годов, некоторые из них калькулируются исключительно по курсам акций, котируемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. В представительных списках остальных индексов также присутствуют преимущественно акции, котирующиеся на NYSE.

В 1980 г., когда на большинстве бирж были разработаны индексы, положенные в основу фьючерсных контрактов и/или опционов, одним из наиболее популярных оказался Основной индекс рынка (Major Market Index), вве-

денный Атех. ЭТОТ индекс лежит в основе фьючерсных контрактов, продаваемых на Товарной бирже Чикаго, и опционов, покупаемых и продаваемых на Американской фондовой бирже.

Основной индекс рынка представляет собой взвешенный по ценам индекс, который базируется на курсах всего 20 акций. Ярко выраженное сближение этого индекса с более известными и крупными индексами сделало его популярным среди инвесторов, которые покупают и продают против индекса «корзины» ценных бумаг. Калькуляция индекса и его передача по информационным сетям ведутся практически непрерывно.

Все акции, по которым в 1991 г. рассчитывался Основной индекс рынка, котировались на NYSE. Они представляли собой 20 хорошо известных компаний, действующих в различных отраслях. В представительный список индекса входили:

«American Express*»	IBM
AT&T	«International Paper»
«Chevron»	«Johnson&Johnson»
«Coca-Cola»	«McDonald's»
«Dow Chemical»	«Merck»
«DuPont»	«Minnesota M&M»
«Eastman Kodak»	«Mobil»
«Eххон»	«Philip Morris»
«General Electric»	«Procter&Gamble»
«General Motors»	«Sears Roebuck»

Как правило, изменение Основного индекса рынка на один пункт соответствует изменению среднего показателя курсов акций промышленных компаний Dow Jones на пять пунктов. Степень корреляции между двумя индикаторами фондового рынка время от времени меняется, но в настоящее время она превышает 90%. В этом нет ничего удивительного, так как Основной индекс рынка по своей конструкции фактически оказывается ближе к средним показателям, чем к индексам, а акции, по которым он рассчитывается, в большинстве своем те же, что и учитываемые в среднем показателе курсов промышленных акций Dow Jones. В представительный список среднего показателя промышленных акций Dow Jones входят также 17 из 20 акций, учитываемых в Основном индексе рынка.

Индекс курсов акций «Wilshire 5000»

Индекс «Wilshire 5000» строится на базе большего числа акций, чем какой-либо другой из известных индексов. В нем представлена совокупная стоимость, превышающая 1 трлн дол., всех более или менее ликвидных обыкновенных акций в США. Этот индекс появился в 1974 г. и с тех пор стал хорошо известен, поскольку он регулярно публикуется многими периодическими изданиями, включая «Forbes» и «Barron's».

Этот индекс представляет собой индекс цен, взвешенный по капиталу, с базовой датой 31 декабря 1970 г. Он рассчитывается почти аналогично индексам NYSE и «S&P 500». Свыше 87% учитываемой в нем стоимости представлено акциями, котируемыми на NYSE, а остаток стоимости примерно в равной пропорции распределяется между акциями, продаваемыми на Атех и на внебиржевом рынке. Включение в индекс большого числа акций в известной мере устраняет влияние более устойчивых акций «голубых фишек». В результате этот индекс, подобно стоимостному линейному индексу, оказывается более подвижным по сравнению с показателями, построенными на меньшем числе акций.

Индекс внебиржевого рынка NASDAQ

За последние несколько лет в результате усовершенствования систем связи, возросшей популярности, появления более продуманных и надежных процедур отдачи и исполнения приказов, увеличения числа компаний, получивших биржевые котировки и широкого распространения операций «на марже» объем торговли через систему NASDAQ существенно вырос. К 1986 г. Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (NASD) разработала и ввела девять индексов. Подобно многим другим индексам, эти индексы призваны служить не только показателями рынка NASDAQ в целом и его отдельных секторов, но и основой для торговли фьючерсными контрактами и опционами.

В 1990 г. объем торговли через систему NASDAQ за год составил более 33 млрд акций. Это соответствует приблизительно 80% от объема торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже, причем в отдельные дни объем торговли через NASDAQ превышал объем торговли на бирже. Активное участие в этой торговле принимают институциональные инвесторы.

Составной индекс внебиржевого рынка NASDAQ, базовым годом для которого является 1970 г., калькулируется NASD, использующей автоматизированную систему коммуникаций. С 1971 г. Составной индекс строится на основе шести групп акций: промышленных, банковских, страховых, прочих финансовых, транспортных и коммунальных компаний. Учитываются продаваемые через систему NASDAQ акции около 4300 американских компаний. В это число входят акции около 2600 компаний, обращающиеся в системе национального рынка, и акции приблизительно 1700 компаний, котирующиеся исключительно на рынке NASDAQ.

В 1984 г. система NASDAQ, ввела два собственных индекса. Один из них — Составной индекс NASDAQ системы национального рынка, другой — Индекс промышленных акций NASDAQ системы национального рынка. В обоих индексах в качестве весов используется рыночная стоимость, а за базу принято 100. Эти два относительно новых индекса, так же как и более старый Составной индекс NASDAQ и некоторые или все субиндексы, регулярно публикуются во многих финансовых изданиях.

Средние показатели цен облигаций

Индивидуальные и институциональные инвесторы, отдающие предпочтение облигациям, имеют в своем распоряжении несколько различных индексов и субиндексов цен облигаций. По мнению некоторых из них, эти индексы полезны не только как показатели состояния и тенденций рынка облигаций, но и как индикаторы рынка акций. Часть из них убеждены в том, что они имеют прогностическое значение, другие же, наоборот, считают, что они только подтверждают доминирующие на рынке акций тенденции.

Среди наиболее распространенных индексов цен облигаций выделяются четыре индекса, публикуемые компанией «Dow Jones*» в газетах «The Wall Street Journal*» и «Barron's*». Средний показатель цен 20 облигаций состоит из двух субиндексов: индекса цен облигаций 10 компаний коммунального хозяйства и индекса цен облигаций 10 промышленных компаний. Представительные списки для расчета этих индексов в сентябре 1991 г. включали в себя следующие облигации:

Облигации 10 компаний коммунального хозяйства

Эмитент	Купон %	Срок погашения годы
Alabama Pwr	9 ³ / _A	2004
Amer T&T	8,8	2005
Comwlth Ed	8V4	2005
Cons Ed	7,9	2001
ConsPwr	9 ³ / _A	2006
Detroit Edison	9	1999
Mich Bell	7	2012
Pac G&E	7 ³ / _A	2005
Phil Elec	7 ³ / _«	2001
PubSvc Ind	9,6	2005

Облигации 10 промышленных компаний

Эмитент	Купон %	Срок погашения годы
BankAm	7 ¹ / _A	2003
Beth Steel	6V«	1999
ChampionIntl	6 ¹ / _A	2011
Eastman Kodak	8V«	2016
Exxon	6	1997
General Elec	8«/i	2004
GM Accept	10 ³ / ₈	1995
IBM	9 ³ / _»	2004
McDonald's	9 ³ / _A	2017
Union Carbide	7 ¹ / _A	2012

Компания «Dow Jones*» публикует также индекс цен облигаций 10 государственных выпусков. Для историков может представлять интерес субиндекс цен облигаций железнодорожных компаний, который публиковался на протяжении многих лет вплоть до 1976 г., когда от него отказались.

Многочисленные иные средние показатели и индексы цен облигаций часто рассчитываются по самым различным группам облигаций специальными агентствами по установлению рейтинга облигаций, Федеральной резервной системой, финансовыми изданиями и брокерскими фирмами. Например, компания «МеггШ Lynch» публикует свой собственный индекс цен муниципальных облигаций «МеггШ Lynch 500», рассчитываемый на основе доходности облигаций 500 эмитентов. Этот индекс распадается на два основных компонента — индекс цен облигаций, основной долг и проценты по которым выплачиваются из доходов от финансируемых с их помощью проектов, и индекс цен облигаций, обеспеченных безусловной гарантией штатных или муниципальных властей, — каждый из которых в свою очередь подразделяется на субиндексы облигаций по типам эмитентов.

Другие средние показатели и индексы

Существует огромное количество средних показателей и индексов цен акций и облигаций, рассчитываемых различными биржами, финансовыми фирмами, государственными агентствами и изданиями. Они строятся практически по всем мыслимым и немыслимым группам акций, облигаций и ценных бумаг инвестиционных компаний.

Многие из этих показателей наряду с широко распространенными ежедневно публикуются в разделе «Банк данных фондового рынка» газеты «The Wall Street Journal» (см. табл. 18-1).

За последние годы появилась масса индексов, субиндексов, средних показателей и всевозможных «гибридных» индикаторов, в которых легко запутаться. Некоторые из них строятся по признаку фондового продукта, т.е. охватывают акции, облигации, инструменты денежного рынка или ценные бумаги инвестиционных компаний. В основе других лежат инструменты, обращающиеся на определенных рынках, например на внебиржевом рынке или на какой-либо отдельной бирже. Субиндексы могут рассчитываться по любому из продуктов фондового рынка и выделяются по отраслевому признаку, общности географического местонахождения эмитентов, степени риска или типа ценных бумаг и по любому другому интересующему инвесторов признаку.

Большинство индексов изначально разрабатывалось и вводилось как основа для торговли фьючерсными контрактами, опционами или теми и другими. Индексы способствовали появлению и развитию рынка опционов на опционы. Некоторые из них оказались весьма хорошо приспособленными для этих целей. Институциональные инвесторы широко используют отдельные индексные ценные бумаги для честного хеджирования. Другие индексные инструменты служат спекулятивным целям как мелких, так и крупных инвесторов. Крупные инвесторы нередко проводят комплексные арбитражные операции с ценными бумагами, используя индексные фьючерсные контракты и опционы.

Существует мнение, что развитие торговли фондовыми инструментами, в основе которых лежат индексы, приводит к искажению фондовых рынков и снижает ценность одной из наиболее важных их функций, называемой ликвидностью. Другие утверждают, что торговля «по индексам» способствовала,

Таблица 18-1. Банк данных фондового рынка

STOCK MARKET DATA BANK

5/5/92

Major Indexes

High	Low (f365 Day)		Close	Net CHG	% CHG	f365 DAY CHG	%CHG	FROM 12/31	% CHG
DOW JONES AVERAGES									
3378.13	2863.82	30 Industrials	x 3359.35	18.78	- 0.56	+ 441.86	+ 15.15	+ 190.52	+ 6.01
1467.68	1129.06	20 Transportation	x 1394.25	+ 13.46	+ 0.97	+ 219.18	+ 18.65	+ 36.25	+ 2.67
226.15	195.17	15 Utilities	213.82	+ 1.63	+ 0.77	+ 2.30	+ 1.09	12.33	- 5.45
1196.02	1028.33	65 Composite	x1196.02	+ 0.65	+ 0.05	+ 146.73	+ 13.98	+ 39.20	+ 3.39
396.64	343.91	Equity Mkt. Index	392.50	+ 0.36	+ 0.09	+ 40.10	+ 11.38	+ 0.60	+ 0.15
NEW YORK STOCK EXCHANGE									
231.84	202.10	Composite	229.50	+ 0.08	+ 0.03	+ 22.85	+ 11.06	+ 0.06	+ 0.03
290.02	253.72	Industrials	286.87	- 0.17	- 0.06	+ 27.76	+ 10.71	+ 1.05	+ 0.37
102.27	87.76	Utilities	98.29	+ 0.19	+ 0.19	+ 6.64	+ 7.24	- 3.84	- 3.76
212.02	166.15	Transportation	209.47	+ 0.46	+ 0.22	+ 38.56	+ 22.58	+ 7.60	+ 3.76
177.72	147.12	Finance	175.34	+ 0.67	+ 0.38	+ 23.78	+ 15.69	+ 2.66	+ 1.54
STANDARD & POOR'S INDEXES									
420.77	368.57	500 Index	416.84	0.07	- 0.02	+ 39.52	+ 10.47	0.25	- 0.06
499.27	438.51	Industrials	493.78	- 0.41	- 0.08	+ 45.47	+ 10.14	+ 1.06	+ 0.22
362.50	277.02	Transportation	360.65	+ 1.12	+ 0.31	+ 76.45	+ 26.90	+ 19.19	+ 5.62
155.70	133.52	Utilities	147.66	+ 0.04	+ 0.03	+ 7.32	+ 5.22	- 7.50	- 4.83
35.14	28.77	Financials	34.98	+ 0.16	+ 0.46	+ 5.08	+ 16.99	+ 0.88	+ 2.58
154.74	119.18	400 MidCap	144.93	+ 0.90	+ 0.62	+ 21.64	+ 17.55	- 1.66	- 1.13
NASDAQ									
644.92	473.08	Composite	588.07	+ 4.53	+ 0.78	+ 96.56	+ 19.65	+ 1.73	+ 0.30
741.92	523.54	Industrials	644.42	+ 7.44	+ 1.17	+ 98.12	+ 17.96	- 24.53	- 3.67
632.09	522.07	Insurance	613.12	- 0.15	- 0.02	+ 55.06	+ 9.87	+ 12.03	+ 2.00
421.17	317.36	Banks	421.17	+ 0.42	+ 0.10	+ 94.15	+ 28.79	+ 70.61	+ 20.14
285.08	208.31	Nat. Mkt. Corp.	260.33	+ 2.08	+ 0.81	+ 43.57	+ 20.10	+ 0.59	+ 0.23
296.32	207.84	Nat Mkt. Indus.	257.95	+ 3.10	+ 1.22	+ 40.42	+ 18.58	- 9.84	- 3.67
OTHERS									
418.99	356.79	Amex	393.17	+ 1.56	+ 0.40	+ 30.26	+ 8.34	- 1.88	- 0.48
266.85	228.21	Value-Line (geom.)	256.61	+ 0.66	+ 0.26	+ 16.82	+ 7.01	+ 7.27	+ 2.92
212.61	167.000	Russell 2000	198.48	+ 0.72	+ 0.36	+ 24.52	+ 14.10	+ 8.55	+ 4.50
4121.28	3529.97	Wilshire 5000	4036.92	+ 5.57	+ 0.14	+ 425.76	+ 11.79	- 4.18	- 0.10

t Based on comparable trading day in preceding year.

Источник: *The Wall Street Journal*, May 5, 1992. Напечатано с разрешения *The Wall Street Journal*, 1992 Dow Jones & Company, Inc.

с одной стороны, резкому увеличению за последние годы объемов торговли, с другой — тому, что серьезные технические перерывы в торговле теперь случаются всего несколько раз в году и быстро корректируются.

В действительности, складывается впечатление, что большинство тех, кто следит за средними показателями и индексами в целях определения направления движения рынка, пользуются всего лишь несколькими из них, такими, как всеми почитаемые средние показатели курсов Dow Jones и «S&P 500». Что же касается измерения максимальных повышений и падений цен постфактум, неустойчивости рынка или степени изменения цен за день, то здесь любой из показателей так же хорош, как и все остальные.

ТЕОРИЯ ДОУ

Теория Доу позволяет прогнозировать курсы акций на основе оценки взаимодействия средних показателей курсов акций промышленных и транспортных (прежде — железнодорожных) компаний Dow Jones. Основные положения теории были сформулированы на рубеже веков Чарльзом Доу и С.А. Нельсоном и затем популяризированы Уильямом П. Гамильтоном. Доу и Гамильтон в свое время занимали должности редакторов газеты «The Wall Street Journal»*. В прошлом у теории было немало последователей, однако в последние годы ее популярность и престиж резко упали. Долгое время эта теория широко использовалась в разработке чуть ли не всех схем инвестирования в ценные бумаги и до сих пор не растеряла своих приверженцев.

Хотя у теории всегда было много как защитников, так и критиков, в конечном счете возобладали противники теории. Вместе с тем теория никогда не гарантировала «победу над рынком», а Доу и Гамильтон никогда не приписывали ей именно этой роли. В связи с тем что теория стала, по сути, первой широко известной основой планирования поведения на фондовом рынке, понимание ее основных положений может оказаться весьма полезным введением в изучение более современных схем рыночного поведения.

Теории было посвящено немало печатных трудов. Неоднократно делались попытки развить, расширить или модифицировать первоначальную теорию. Однако мы на страницах этой книги ограничимся рассмотрением теории в том виде, как она была сформулирована Доу и Нельсоном и затем развита Гамильтоном.

Сегодня теория Доу уже перестала быть предметом дискуссий. Газета «The Wall Street Journal» отказалась от частой и регулярной публикации передовиц, посвященных ее интерпретации. Хорошо известная служба Доу также перестала функционировать в Нью-Йорке, хотя все еще существует в некоторых других городах США. Возможно, самый известный автор работ по теории Доу со времен Гамильтона, Роберт Ри, умер много лет назад¹.

ПРОИСХОЖДЕНИЕ

Чарльз Доу

Чарльз Доу родился в Новой Англии в 1851 г.² Свой первый опыт газетчика он приобрел в Массачусетсе, работая в издательстве газеты «The Springfield Republican»*. Затем в поисках более широких перспектив он перебрался в Нью-Йорк. Там он приобрел место на Нью-Йоркской фондовой бирже. В конце концов он оставил биржу и в 1882 г., совместно с Эдвардом Джонсом, основал консультационную финансовую службу «Dow Jones Сотрапу». В настоящее время компания хорошо известна как издатель газеты «The Wall Street Journal»*.

¹ Его всеобъемлющее исследование теории было опубликовано в *The Dow Theory* (New York: Barron's, 1932).

² Подробное описание жизни и деятельности Доу см.: George W. Bishop, Jr., *Charles H. Dow and the Dow Theory* (New York: Appleton-Century-Crofts, 1960).

С 1890 до начала 1892 г. Доу работал редактором «The Wall Street Journal» и написал ряд передовиц, темой которых было движение курсов ценных бумаг. Интересно отметить, что он ни разу не написал статьи, целиком посвященной теории Доу, и никогда не описывал своей теории в точных терминах и не давал ей точного названия. Все, что он когда-либо писал о своей теории, содержится в его редакционных статьях.

Нельсон и Гамильтон

Теория Доу кристаллизовалась в работах Нельсона и Гамильтона. Сам Доу умер в 1902 г. В том же году репортер «The Wall Street Journal» С. А. Нельсон подготовил и опубликовал небольшую по объему скромную работу «The A B C of Speculation»³. В ее основу были положены редакционные статьи Доу и собственные наблюдения и выводы Нельсона как финансового репортера с Уолл-стрит. Нельсон оказался первым, кто конкретизировал теорию и придал законченный вид ее положениям; именно он назвал ее теорией Доу.

После смерти Доу редакторами газеты «The Wall Street Journal» были Т. Ф. Вудлок, С. С. Пратт и, наконец, с 1908 г. Уильям П. Гамильтон, который занимал эту должность вплоть до своей смерти в 1929 г. В его редакционных статьях теория Доу получила дальнейшее развитие.

Хотя изначально цель теории состояла просто в измерении изменений курсов акций, Доу и Гамильтон были уверены, что изменения в средних показателях предвосхищают изменения в деловой активности. Уверенность в том, что на основе теории можно предугадать изменения в условиях предпринимательской деятельности, в конечном счете трансформировалась в убеждение, что теория позволяет прогнозировать тенденции на фондовом рынке. Это способствовало резкому росту ее популярности. В конце концов и сам Гамильтон уверовал в прогностическое значение теории.

Основные положения теории

Теория основана на главной предпосылке, что на фондовом рынке всегда существуют три вида движения цен: (1) первичное движение, (2) вторичное движение и (3) ежедневное движение. Все эти движения происходят одновременно.

Первое, или первичное, движение называют также основной, или первичной, тенденцией; это — долгосрочная тенденция, характеризующая рынок «быков» или «медведей». С ней совпадает вторичное движение, или вторичная реакция. Вторичное движение представляет собой резкое и осязаемое оживление на первичном «медвежьем» рынке или не менее резкое отступление на первичном «бычьем» рынке. Обычно за время всего существования рынка «быков» или «медведей» наблюдается два-три вторичных движения. Третий вид движения — это повседневные колебания курсов акций. Из всех трех видов движения наибольшее значение имеет первый; второй вид движе-

³ S.A. Nelson, *The ABC of Speculation* (New York: Stock Market Publications, 1934). Работа представляет собой факсимильную копию оригинального труда и в настоящее время в печатном виде не существует.

ния помогает в прогнозировании первого вида; третий вид большого значения не имеет.

Доу рассматривал фондовый рынок со всеми его движениями цен подобно океану с его приливами и отливами. Первичное движение в его представлении соответствовало приливам и отливам; вторичные движения были высокими волнами; повседневные колебания напоминали океанскую зыбь.

Последователи Доу часто употребляли эту аналогию, которая выглядела впечатляюще, однако была абсолютно неправильной. В мире существует мало явлений, столь же регулярных и периодических, как приливы и отливы; вместе с тем в мире трудно обнаружить и что-либо столь же неопределенное, как движение конъюнктуры фондового рынка. В различных странах уже давно и весьма тщательно выведены закономерности приливов и отливов океана, поэтому для любой гавани и на любой момент времени эти движения можно легко предсказывать заблаговременно. Эти предсказания настолько точны, что отклонения от реального движения весьма малы и не имеют ни малейшего значения. Фондовый рынок подобной регулярностью движений цен не отличается, а всякая попытка прогнозировать его на основе сугубо математических формул заведомо обречена на провал.

В своих редакционных статьях Гамильтон никогда не утверждал, что существует какой-либо регулярный цикл движения курсов на фондовом рынке. Он чувствовал, что продолжительность цикла не поддается вычислению. Вся теория Доу построена на предположении, что цикл фондового рынка нерегулярен; единственной задачей теории является определение момента, когда «бычья» или «медвежья» тенденция на рынке сменяется на противоположную; следовательно, теория не в состоянии служить основой прогнозирования продолжительности той или иной фазы рыночного цикла.

Прогнозирование движения цен

Доу писал свои передовицы в период с 1900 до начала 1902 г. К тому времени его средний показатель курсов акций преимущественно железнодорожных компаний рассчитывался уже в течение 16 лет, тогда как средний показатель курсов акций промышленных компаний существовал всего три года. Основываясь на движении этих показателей, он сделал некоторые наблюдения. Он был абсолютно уверен, что никто не сможет предсказать продолжительность фазы преимущественно «бычьего» или «медвежьего» рынка. Он не верил в возможность предсказания времени начала и окончания какого-либо первичного движения. Со временем Доу, Гамильтон, Ри и другие сторонники теории скорректировали свои взгляды на значимость основных, вторичных и повседневных движений цен. Ими были разработаны многие разного рода опережающие сигналы рынка, большинство из которых впоследствии подверглось корректировке или же доказало свою несостоятельность.

Ключом к пониманию конъюнктуры фондового рынка Гамильтон рассматривал средние показатели курсов акций железнодорожных и промышленных компаний Dow Jones. Эти два средних показателя должны взаимно подтверждать друг друга и в результате однозначно указывать направление тенденции; если они взаимно не подтверждаются, ни один из них не дает возможности судить о направлении движения рынка.

Использование именно этих двух средних показателей в целях прогнозирования было оправданным. Средний показатель для железнодорожных компаний базировался на курсах акций 20 ведущих компаний. Считалось, что цены этих акций адекватно отражают настоящее и будущее состояние представляемых ими железных дорог; объем движения по этим дорогам определял доходы соответствующих компаний, которые в свою очередь учитывались в ценах акций на фондовом рынке. Кроме того, железные дороги рассматривались как лучший показатель движения товаров по коммерческим и отраслевым каналам. За последние годы значение железных дорог в перевозках грузов и пассажиров по сравнению с прошлым резко сократилось. Уже в середине XX в. на акции железнодорожных компаний, прежде пользовавшихся наибольшей среди всех акций популярностью, приходилось не более 10% объема торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже. Большинство сторонников теории Доу перестало использовать средний показатель курсов железнодорожных акций еще до того, как он был заменен на более емкий средний показатель курсов акций транспортных компаний.

Средний показатель курсов промышленных акций, который сейчас рассчитывается на основе акций 30 ведущих компаний, считается показателем объема производства в стране. Все отрасли обрабатывающей и добывающей промышленности функционируют, исходя из имеющихся и ожидаемых заказов. Следовательно, цены акций промышленных компаний должны отражать уровень производства в стране; в этих ценах учитываются доходы, получаемые компаниями-эмитентами. Таким образом, эти два средних показателя теоретически должны учитывать изменения в доходах корпораций, уровне дивидендов, объеме производства и перемещения товаров. Вся теория Доу базируется на этой предпосылке.

Конечно, до 1929 г., когда умер Гамильтон, не существовало среднего показателя Dow Jones по акциям компаний коммунального хозяйства. Тем не менее сторонники теории Доу никогда не видели необходимости привлечения этого среднего показателя к интерпретации теории, так как курсы акций компаний коммунального сектора меняются под влиянием иных факторов, нежели курсы промышленных и транспортных компаний.

Будучи редакторами «The Wall Street Journal», Доу и Гамильтон писали о средних показателях Dow Jones с точки зрения использования их в интерпретации своей теории. Гамильтон, в частности, в своих статьях указывал, что, хотя средние показатели Dow Jones привели к появлению множества других средних показателей, именно они остаются стандартом, и временные ряды значений других средних показателей не могут считаться удовлетворительными.

Резюме и оценке теории Доу

К основным положениям теории Доу, впервые сформулированным Доу, Нельсоном и Гамильтоном, относятся следующие:

1. На фондовом рынке существует три вида движения цен: (а) первичное движение, (б) вторичная реакция и (в) ежедневные колебания.
2. Первичное движение конституирует долгосрочный рынок «быков» или долгосрочный рынок «медведей». Эти рынки прогнозируются на основе

движения средних показателей курсов акций промышленных и железнодорожных компаний Dow Jones.

3. Средние показатели дают прогноз рынка «быков» или «медведей» только в том случае, если один средний показатель подтверждает сигналы, подаваемые другим средним показателем. Подтверждением считается движение средних показателей в одном направлении и одновременное изменение ими направления движения либо фиксация обоими показателями новых максимальных или минимальных значений во время вторичных реакций.
4. Средние показатели не могут служить основой прогноза продолжительности первичного движения и показывают только изменение направления первичного движения на противоположное.
5. Рынок прогнозируется исключительно на основе движения средних показателей, в которых учитываются все факторы. В своих статьях Гамильтон не придавал очевидного значения объему торговли ценными бумагами, однако это значение особо подчеркивается в работах более поздних последователей теории. При прогнозировании допускается использование исключительно средних показателей Dow Jones; никакие временные ряды значений других показателей, а также различные графики и схемы для этих целей не пригодны. Построение и изучение графиков, таких, как «двойная вершина» или «двойное дно», теория не предусматривает.
6. Цель теории — указывать на смену направления первичных тенденций.
7. Первичные тенденции сохраняются до тех пор, пока средние показатели подтверждают друг друга.
8. Теория не является системой «одержания победы над рынком», но помогает умному биржевому спекулянту обезопасить свои инвестиции при смене рынка «быков» на рынок «медведей», и наоборот.

Противники теории подчеркивали преувеличение успехов ее практического применения, поверхностность, недостаток точности и аккуратности, неспособность предсказывать достижение «вершин» и «дна», неопределенность и запаздывание подтверждения и необоснованность использования среднего показателя курсов акций железнодорожных компаний. Со временем все чаще стали говорить, что после блестящего предсказания биржевого краха 1929 г. теория утратила свое значение в прогнозировании, так как не смогла предугадать множество событий. Некоторые циники пришли к выводу, что по своей ценности предсказания на основе теории не отличаются от прогнозирования путем подбрасывания монеты.

Неоднозначность результатов практического применения теории и расхождения во мнениях относительно самих этих результатов свидетельствуют о трудностях оценки систем и схем поведения на фондовом рынке. Возможно, величайшей заслугой теории является то, что она со всей очевидностью показала, как опасно полагаться на модные теории. Теория Доу, которая в течение длительного времени считалась общепринятой, в конце концов в значительной мере дискредитировала себя или, в лучшем случае, стала вызывать к себе большое недоверие из-за того, что в течение ряда лет не подтверждала своей полезности. По прошествии времени, когда появляется воз-

возможность провести критический анализ, большинство теорий, систем и схем оказывается в том же положении. Все они имеют определенные слабые места — по крайней мере те из них, которые были вынесены на суд общественности.

19

ИНВЕСТИРОВАНИЕ В ОБЫКНОВЕННЫЕ АКЦИИ И ТОРГОВЛЯ ИМИ

В этой и последующих главах мы рассмотрим основные процедуры, связанные с инвестированием в обыкновенные акции и торговлей ими. Легких путей к обогащению на фондовом рынке, так же как и к обогащению за счет иных видов инвестиций, нет, поэтому мы не будем пытаться описывать их. Все изложенное ниже относится к процедурам, политике и принципам, которые, по мнению многих инвесторов, приносят прямую или косвенную пользу при покупках и продажах обыкновенных акций. Более подробное описание инвестиционного анализа и управления портфелем инвестиций можно найти во многих великолепных книгах, специально посвященных этим вопросам.

ОСНОВНЫЕ СООБРАЖЕНИЯ

Проблем, возникающих при инвестировании в обыкновенные акции и при купле-продаже их, настолько много и они настолько сложны, что попытки рассмотреть их здесь в полном объеме совершенно безнадежны. Вместо этого мы постараемся кратко обозначить эти проблемы в надежде, что читатели более подробно изучат их в дальнейшем. Здесь мы коснемся некоторых проблем, связанных с формированием портфеля инвестиций и управлением им. Особое внимание будет уделено формализованным и неформализованным схемам покупки акций. Будет рассмотрено также не прямое владение акциями

Проблемы, возникающие в связи с покупкой акций

Основные проблемы, связанные с покупкой обыкновенных акций для достижения личных инвестиционных целей, могут быть сформулированы в виде пяти вопросов:

1. Следует ли вообще покупать акции?
2. Сколько акций следует покупать?

3. Какие акции следует покупать?
4. По какому плану следует покупать акции?
5. Когда следует покупать акции?

Первый вопрос связан с отношением инвестора к своему капиталу и с его мнением о фондовом рынке. Обыкновенные акции представляют собой спекулятивные финансовые инструменты и совершенно непригодны для тех, кто обеспокоен преимущественно тем, как сохранить свой капитал. Обыкновенные акции даже наиболее надежных компаний в своей истории переживали такие колебания цен, которые несовместимы с понятием «низкий риск», особенно в сравнении с вложением денег в инструменты денежного рынка или размещением их на счетах ссудо-сберегательных ассоциаций. Доходы в виде дивидендов редко оказываются достаточными для того, чтобы оправдать риск добровольного выхода на фондовый рынок, который предположительно останется стабильным. Те, кто предвидит падение цен на рынке и покупает акции, которые, по их мнению, будут расти в цене, скорее всего, полагаются больше на удачу, нежели на разум. Покупка так называемых защитных акций, цена которых при неблагоприятной конъюнктуре рынка будет падать относительно медленнее, также вряд ли способна принести доход, компенсирующий понесенный риск.

Второй и третий вопросы относятся к области планирования портфеля инвестиций и инвестиционного анализа. Подробное рассмотрение этих вопросов мы оставим стандартным учебникам по инвестированию. Вопросы же, касающиеся конкретных планов и схем и времени покупки акций, будут широко обсуждаться в этой и последующих главах.

ЭФФЕКТИВНЫЙ РЫНОК

Некоторые инвесторы полагают, что гипотезы эффективных рынков и их математическая модель, «ходьба наугад», служат наилучшим объяснением состояния рынка, другие инвесторы принимают эти гипотезы лишь частично, третьи же не верят в них вовсе. Отдельные инвесторы, собирающиеся принимать мудрые рыночные решения на основе практического применения этих гипотез, прежде всего должны определиться, принимают ли они гипотезу целиком или частично, и уже соответственно этому действовать.

Этому интересному и волнующему предмету (эффективному рынку) были посвящены целые книги; однако, если выразить самую суть его, теория утверждает, что цены акций отражают всю или почти всю доступную информацию, а также различные реакции на эту информацию. Это утверждение справедливо по причине наличия конкуренции между большим числом покупателей и продавцов акций, а также фондовых аналитиков, которые заинтересованы в получении максимальной прибыли и поэтому активно и эффективно конкурируют друг с другом. Появление и совершенствование новых средств связи и информационных систем делает рынок еще более эффективным.

Как минимум теория означает, что средний инвестор сталкивается с ценами на акции, в которых отражена вся доступная информация, поэтому

всякие дополнительные технические анализы и исследования рынка уже не могут принести добавочный доход.

Как максимум она означает, что даже лица, имеющие наилучший доступ к информации и способные действовать быстрее по сравнению с другими инвесторами также будут не в состоянии получить дополнительный доход. Естественно, среди них окажутся люди, которые получают весьма впечатляющие доходы на свои инвестиции, однако это совсем не противоречит гипотезам эффективного рынка, так как они всего лишь утверждают, что подобных результатов нельзя *ожидать* заранее.

Некоторые люди уверены, что теория эффективных рынков неверна, однако они находят не слишком большое утешение в каких-либо официальных исследованиях или финансовых публикациях. Циники всегда придерживались точки зрения, что те, кто добивается наиболее впечатляющих результатов, просто действуют по определенному шаблону. Тем не менее кажется весьма сомнительным, что мелкий инвестор располагает достаточными знаниями и средствами для того, чтобы постоянно выигрывать на рынке — если, конечно, кто-либо из них выигрывает. Ошеломляющий вывод заключается в том, что акции стоят ровно столько, за сколько они продаются. Он не означает, что цены на рынке не должны колебаться. Он означает всего лишь то, что колебания цен на рынке носят случайный характер и обуславливаются непредсказуемой реакцией людей на события, еще не ставшие известными всем.

Из гипотез эффективных рынков вовсе не следует, что у инвесторов на фондовом рынке нет ни малейшей надежды на выигрыш. Просто они позволяют сделать вывод, что наилучший подход заключается в формировании хорошего портфеля инвестиций, сохранении его до тех пор, пока цены на рынке растут, и быстрой распродаже при появлении первых признаков значительного падения цен. Всякий другой подход к инвестированию в акции приведет лишь к снижению доходов. Правда, этот подход не пригоден для агрессивных инвесторов, которые не хотят накапливать акции или осторожно покупать и продавать их. Все, что требуется таким инвесторам для удовлетворения своей агрессивности, это — диверсифицированный портфель инвестиций, состав которого можно варьировать в более широких пределах по сравнению с колебаниями рынка¹.

ПОРТФЕЛЬ ИНВЕСТОРА

Применительно к инвестициям термин «портфель» (portfolio) имеет чисто техническое значение. Он употребляется как в отношении программы инвестора, так и в отношении принадлежащих ему ценных бумаг. Например, данный инвестор владеет облигациями пяти различных эмитентов и акциями 10 корпораций общей стоимостью 25 000 дол. Это — его портфель инвестиций. Однако в связи с портфелем возникают две проблемы: его планирование, или формирование, и управление им. Сначала требуется принять решения о покупках ценных бумаг, формирующих портфель, а затем этими ценными бумагами надо управлять до тех пор, пока они остаются в портфеле.

¹ Об эффективности рынка более подробно см. в главе 20.

В процессе формирования портфеля перед инвестором возникает необходимость принять стратегическое решение о его размере. Инвесторы располагают лишь ограниченными средствами, остающимися после удовлетворения своих насущных потребностей, хотя они, конечно, могут накапливать деньги для того, чтобы вложить их в ценные бумаги. Избыточный доход может быть инвестирован одним или несколькими способами, например вложен в покупку дома, другой недвижимости или полиса страхования жизни, размещен на сберегательном счете или депозите либо потрачен на приобретение инструментов денежного рынка, паев в ссудо-сберегательных ассоциациях, ценных бумаг инвестиционных компаний, акций и облигаций предпринимательских корпораций.

Основной вопрос о том, сколько денег вложить в портфель ценных бумаг, в конечном счете должен решать исключительно сам инвестор, несмотря на советы, подаваемые ему различными изданиями или другими людьми. В зависимости от обстоятельств каждый отдельно взятый инвестор может ничего не вложить либо вложить очень крупную сумму.

В принятии решения о размерах портфеля ценных бумаг следует руководствоваться определенными соображениями:

1. Доход:
 - а) размер,
 - б) источники,
 - в) стабильность,
 - г) ожидания;
2. Число иждивенцев, степень и предполагаемая продолжительность их зависимости от кормильца;
3. Возраст и состояние здоровья инвестора и членов его семьи;
4. Страховой статус;
5. Ставка, по которой платится подоходный налог;
6. Владение домом;
7. Участие в программе пенсионного обеспечения;
8. Накопленное богатство, которое можно инвестировать;
9. Нерегулярные ожидаемые в будущем расходы;
10. Темперамент инвестора — желание рисковать;
11. Инвестиционные знания и опыт;
12. Время, которое инвестор может уделять управлению инвестициями;
13. Необходимость сохранения основной суммы вложенного капитала;
14. Степень зависимости от дохода на инвестиции;
15. Род занятий, сфера деятельности или профессия инвестора.

В идеале портфель инвестора должен отвечать его личным потребностям, поэтому список из перечисленных выше 15 соображений может быть значительно расширен. Комбинации соображений, учитываемых при формирова-

нии каждого конкретного портфеля, столь же многочисленны, как и варианты при игре в бридж. Строго говоря, мало кто из инвесторов тщательно рассчитывает сумму избыточного дохода семьи, которая может быть вложена в ценные бумаги. Однако, когда речь идет о портфеле, возникает необходимость принять конкретное решение в отношении инвестируемой суммы. Будут ли это 500, 5000 или 50 000 дол. в год, решение о сумме никто, кроме самого инвестора, принять не может. И только после принятия этого основного решения появляется возможность размышлять о том, какие ценные бумаги и когда следует покупать, хотя даже на этом этапе сохраняется неопределенность, степень которой гораздо выше, чем думают многие непрофессионалы.

Характеристики «хорошей» инвестиции

Идеальных инвестиций не бывает, так же как не бывает в жизни ничего идеального. Даже если предположить, что можно достичь идеальности капиталовложений, для этого придется подвергнуть их анализу с помощью многочисленных тестов, которые просто не совместимы между собой. Ни одна отдельно взятая ценная бумага не может сочетать в себе все характеристики «хорошей» инвестиции. Каждому инвестору следует определить для себя условия или набор условий, которым должна отвечать его инвестиция.

Существует целый ряд различных условий идеальности инвестиции:

1. *Сохранение основной суммы инвестированного капитала.* Это означает две вещи. Во-первых, инвестированный капитал должен сохраниться в долларовом выражении. Ни один доллар из суммы первоначальной инвестиции не должен быть потерян. Во-вторых, предполагается сохранение покупательной способности инвестированной суммы, несмотря на любые изменения в уровне цен. Надежность инвестиции с точки зрения сохранения основной суммы инвестированного капитала означает, что инвестиция неуязвима как для инфляции, так и дефляции.
2. *Сохранение дохода* означает, что инвестор должен всегда получать доход, не зависящий от каких-либо изменений в экономике.
3. *Стабильность дохода* также понимается в двух смыслах. Во-первых, доход не должен колебаться; во-вторых, его покупательная способность должна оставаться неизменной, несмотря на изменения в уровне цен.
4. *Максимизация дохода* означает стремление получить максимально возможный доход.
5. *Приемлемость срока погашения (обращения).* Срок погашения (обращения) ценной бумаги должен быть больше того периода, в течение которого инвестор собирается держать ее в своем портфеле.
6. *Приемлемость номинала.* Необходимо, чтобы номинал ценной бумаги не препятствовал ее покупке и требуемой диверсификации инвестиционного портфеля, т.е. был не слишком высоким.
7. *Оценка потенциала.* Ценная бумага должна обладать потенциалом роста.
8. *Освобождение от забот по управлению портфелем.* Ценная бумага должна быть такой, чтобы инвестор мог ее купить, поместить на безопасное хра-

нение в сейф и забыть о ней, не волнуясь больше ни о чем, кроме получения и депонирования регулярных и больших процентов или дивидендов.

9. *Освобождение от налогообложения.* Доход по ценной бумаге не должен облагаться налогом: ни федеральным, ни штатным, ни местным. Кроме того, желательно, чтобы сама ценная бумага и доход по ней не облагались подоходным налогом, налогами на наследство, передачу (дарение) и на имущество; желательно также, чтобы ценная бумага не требовала заполнения налоговых отчетов и не вызывала любопытства налоговых чиновников. (В действительности даже муниципальные облигации не удовлетворяют всем этим условиям, так как подлежат обложению налогом на реализованный прирост капитала.)
10. *Ликвидность.* Возможность легко и без задержек продать ценную бумагу по текущей рыночной цене (которая, между прочим, должна быть выше той цены, которую заплатил за нее инвестор).
11. *Невозможность досрочного погашения (отзыва).* У эмитента ценной бумаги не должно быть права лишить инвестора его идеальной инвестиции в принудительном порядке.
12. *Конвертируемость.* Если речь идет о привилегированной акции или облигации, за инвестором всегда должно оставаться право конвертировать ее в обыкновенные акции в тот момент, когда эта операция окажется прибыльной.
13. *Низкие комиссионные.* Комиссионные на покупку или продажу ценной бумаги должны быть, по возможности, самыми низкими.
14. *Прочное положение эмитента.* Эмитентами должны быть: компания, обладающая потенциалом роста; отраслевой лидер; компания с давней историей; компания, не подверженная влиянию спада в экономике; фирма, отличающаяся прочным финансовым положением, хорошим управлением, высокими и устойчивыми прибылями и дивидендами; корпорация с хорошо отлаженной системой сбыта; обладатель ценных патентов; компания, осуществляющая широкомасштабные исследовательские работы и постоянно разрабатывающая новые и улучшенные продукты, пользующиеся высоким и устойчивым спросом и отличающиеся более высокой по сравнению со средней долей прибыли в цене.

Перечисленные характеристики, конечно, несколько утрированы, чтобы подчеркнуть их значение. Однако нет необходимости говорить о том, что ни одна из инвестиций не может соответствовать всем условиям идеальности ценной бумаги. Например, на рынке не существует ценных бумаг, освобожденных от всех видов налогообложения. Точно так же ни одна из ценных бумаг, включая государственные облигации, не может быть одинаково не подверженной влиянию инфляции и дефляции. Следовательно, у инвестора остается лишь одна надежда — включить в свой портфель инвестиций по возможности больше различных ценных бумаг, обладающих разными характеристиками.

Выбор объектов инвестирования

Определившись с величиной портфеля ценных бумаг, инвестор должен решить, какую часть его портфеля будут составлять обыкновенные акции. В этом случае полезно снова обратиться к тем соображениям, которые принимались во внимание при определении величины портфеля. Вложения в обыкновенные акции имеют свои преимущества и недостатки, поэтому инвестору следует тщательно взвесить все «за» и «против».

После определения суммы денег, которую инвестор собирается одновременно или через регулярные промежутки времени вкладывать в обыкновенные акции, он должен выбрать ценные бумаги—объекты инвестирования. С этого момента он вступает в обширную область инвестиционного анализа. Инвестору, если он не обладает достаточным опытом инвестиционного анализа, необходимо тщательно изучить эту область знаний или обратиться за советом к квалифицированному специалисту, так как в мире существует очень мало лучших и более быстрых способов потерять деньги, чем покупка обыкновенных акций.

Ниже мы приводим обычный и достаточно полный список решений, проблем и направлений исследования, связанных с выбором обыкновенных акций:

1. Обычные решения, которые требуется принять до начала подбора акций:
 - а) степень риска, которую инвестор считает приемлемой для себя,
 - б) выбор характеристик «хорошей» инвестиции.
2. Выбор отрасли, в которой действует эмитент:
 - а) химическая промышленность,
 - б) электронная промышленность,
 - в) автомобильная промышленность,
 - г) нефтяная промышленность и т.д.
3. Анализ отрасли:
 - а) характер отрасли,
 - б) текущий и потенциальный спрос на продукцию отрасли,
 - в) фактор роста,
 - г) внутри- и межотраслевая конкуренция,
 - д) влияние на отрасль циклического развития экономики.
4. Выбор конкретной компании в данной отрасли.
5. Анализ компании:
 - а) анализ финансовой отчетности,
 - б) прибыль, дивиденды и политика в отношении дивидендов,
 - в) анализ собственных средств компании,
 - г) капитализация и наличие «старших» ценных бумаг (бумаг, которые дают преимущественное право на активы компании),
 - д) контроль над компанией и возможность ее финансовой поддержки в случае необходимости,

- е) финансовая оценка обыкновенных акций,
- ж) позиции компании в отрасли,
- з) управление и политика (стратегия) управления,
- и) расположение компании, близость к транспортным артериям, обеспеченность трудовыми ресурсами и сырьем,
- к) наличие патентов,
- л) другие факторы.

Тщательный анализ обыкновенных акций промышленных компаний требует изучения помимо перечисленных выше ряда дополнительных факторов. В принятии решений инвесторам может помочь изучение рейтингов акций, публикуемых одновременно с показателями «S&P», стоимостными линейными показателями и т.д. Большую помощь в проведении анализа оказывают брокерские фирмы, которые всегда готовы предоставить большой объем фактической информации и даже высказать свое мнение в отношении конкретных ценных бумаг. Брокерские фирмы вполне оправданно с большой осторожностью подходят к краткосрочным прогнозам цен и особенно неохотно рекомендуют своим клиентам продавать ценные бумаги, предлагая им просто сохранять их, если обстоятельства не позволяют рекомендовать покупку. Определенную пользу приносят финансовые журналы и газеты. Некоторые инвесторы выбирают акции из числа тех, которые в данный момент пользуются популярностью среди финансовых институтов.

Диверсификация

Эксперты по инвестициям подчеркивают особое значение диверсификации при формировании портфеля «хороших» ценных бумаг. Проще говоря, диверсификация означает, что инвестор, следуя старому совету не класть все яйца в одну корзину, распределяет капиталовложения между различными ценными бумагами и таким образом снижает их риск. Диверсификация позволяет защитить инвестиции от неблагоприятного влияния (1) циклических колебаний в экономике; (2) долгосрочных тенденций в отрасли; (3) ослабления позиций отдельных компаний (особый риск).

Существует множество способов диверсификации:

1. Покупка акций компаний разных отраслей.
2. Покупка акций различных компаний.
3. Распределение инвестиций среди акций компаний из разных географических регионов.
4. Покупка различных видов ценных бумаг, например облигаций, привилегированных акций и обыкновенных акций.
5. Покупка ценных бумаг инвестиционных компаний с сильно диверсифицированными портфелями.
6. Покупка акций компаний, отличающихся высокой степенью диверсификации производства.

7. «Привязка» покупок акций к различным фазам цикла фондового рынка.
8. Поддержание равновесия между «оборонительными» и «агрессивными» ценными бумагами в инвестиционном портфеле, т.е. сбалансированная покупка высоконадежных доходных ценных бумаг, на которых в меньшей степени отражается экономический спад, и так называемых циклических акций, которые способны принести высокий спекулятивный доход в периоды экономического роста.

Высокая диверсификация позволяет в известных пределах сократить или даже полностью устранить все виды рисков, кроме рыночного (системного) риска.

НЕФОРМАЛИЗОВАННЫЙ ПОДХОД К ПОКУПКЕ И ПРОДАЖЕ АКЦИЙ

В последующих разделах данной главы мы рассмотрим различные схемы и системы, следовать которым при покупке и продаже акций вошло в моду. Некоторые из них достаточно хороши, другие — значительно хуже. Из всего разнообразия планов и схем опытные инвесторы выбирают те, которые в наибольшей степени соответствуют их потребностям. Вместе с тем все схемы требуют критического осмысления.

Купля-продажа на основе аксиом рынка

Люди отличаются большой любовью к аксиомам, в которых несколькими точными словами выражается мудрость поколений. Аксиома — это сама простота; она освобождает мозг от болезненных процессов индуктивного и дедуктивного мышления. Эти хорошо усвоенные крупницы мудрости характерны для всех областей человеческого знания и для всех видов деятельности; они проявляются в литературе, религии, этике, брачных отношениях, сельскохозяйственных работах, философии, фотографии, воспитании детей, искусстве и бизнесе. Следовательно, нет ничего удивительного в том, что инвесторы в ценные бумаги очень часто оказываются жертвами правдоподобных афоризмов.

Перечень аксиом рынка бесконечен. Многие из них приведены на страницах книг по фондовому рынку, написанных 50—75 лет назад; уже в то время они заняли свое место в системе знаний о том, как получить прибыль на фондовом рынке. Возможно, одной из древнейших является мудрость, приписываемая Мейеру Ротшильду, основателю состояния, носящего его имя. Объясняя, каким образом он смог сделать такие огромные деньги на торговле ценными бумагами, он своим прерывающимся голосом сказал: «Я покупаю "овцу", а продаю "олень"». Он имел право так говорить. Семья Ротшильдов приобрела свои огромные богатства после битвы при Ватерлоо; налаженная им выдающаяся по тому времени курьерская служба позволила Ротшильду по очень низкой цене скупить на лондонском фондовом рынке огромные пакеты ценных бумаг до того, как на бирже узнали о поражении Наполеона. Когда курьеры обычной почты донесли до Лондона новости о

поражении Наполеона, курсы ценных бумаг резко подскочили и Ротшильд сделал свое состояние.

Из-за ограниченности объема книги мы можем привести здесь лишь несколько из многочисленных аксиом рынка, долгое время пользовавшихся популярностью на Уолл-стрит. Некоторые из них, безусловно, заслуживают внимания, другие — поверхностны или просто банальны. Одни из них прямо противоречат другим. Некоторые из аксиом верны лишь при определенных условиях и абсолютно ошибочны при других обстоятельствах.

Важно не то, что покупать или продавать, а то, когда покупать или продавать.

Никогда не полагайся на совет «инсайдера».

Бойся убытков, а прибыли сами придут.

Если нет хороших новостей, продавай.

Никогда не спорь с биржевым телеграфом.

Нет никакой необходимости в постоянном присутствии на рынке.

Избегай слишком частой перетасовки портфеля инвестиций.

У фондового рынка нет прошлого.

Никогда не спекулируй на какой-либо особенной потребности.

Не гонись за последней «восьмушкой» (одной восьмой пункта цены).

Получая прибыль, еще никто не разорялся.

На Уолл-стрит могут делать деньги и «бык» и «медведь», но боров — никогда.

Мнения ничего не стоят; бесценны факты.

Покупай, когда другие продают; продавай, когда другие покупают.

Продавай при первом же требовании пополнить вариационную маржу.

Единственный верный намек брокера — требование внести дополнительный депозит.

Половину своих прибылей откладывай в ящик.

Никогда не покупай акции после продолжительного падения курса.

Никогда не отвечай на требование внести дополнительный депозит.

Много раз здоровая реакция оказывалась фатальной.

Никогда не продавай в связи с известием о забастовке.

Наиболее привлекательно акции выглядят на вершине рынка «быков»; хуже всего они смотрятся на дне рынка «медведей».

Важна не цена, которую платишь за акции, а время, когда совершаешь покупку.

Если сомневаешься, ничего не предпринимай.

Как можно быстрее научись мириться с убытками.

Не покупай яйцо до того, как оно снесено.

Когда цены закрытия после непрерывного роста в течение всего дня оказываются высокими, жди скорого падения курсов.

Чем продолжительнее рост курса акции, тем глубже будет падение.

Все акции в большей или меньшей степени подчиняются общему движению рынка, однако лучше всего говорит об акциях их действительная стоимость, а не цена.

Стоимость имеет мало общего с временными колебаниями курсов акций.

Остерегайся тех, кому нечего терять.

Публика всегда права.

Если не хочешь покупать акции, продавай их.

Сократи свой запас акций до таких размеров, когда сможешь спать спокойно.

Рынок всегда будет испытывать колебания.

Инвестор — это всего лишь разочаровавшийся спекулянт.

Покупки через инвестиционные клубы

Раньше на удивление много акций покупалось через инвестиционные клубы. Однажды на Нью-Йоркской фондовой бирже подсчитали, что покупки акций через клубы в среднем составляют около 2% объема торговли на бирже. Члены типичного клуба действуют на основе письменного договора подобно некорпоративной ассоциации. Инвестиционный клуб открывает свой счет в брокерской фирме и одновременно передает ей копию письменного договора. Перечень руководящих должностей в ассоциации не отличается от такового в обычных компаниях. После формальной организации клуба прием новых членов осуществляется на основе голосования. Участники клуба проводят регулярные собрания, на которых обсуждают программу действий ассоциации. Кроме того, все члены клуба обязаны делать периодические денежные взносы в его фонд. Инвестиционные клубы, как правило, покупают акции за наличные.

В таких клубах ведется обучение членов основным принципам и методам надежного инвестирования; клубы позволяют объединить капиталы отдельных участников для совместного инвестирования и дают возможность своим членам регулярно участвовать в инвестиционных программах. Инвестиции каждого из членов клуба оформляются в виде паев номиналом 5, 10 или 25 дол. Ликвидационные стоимости этих паев, или акций, пересчитываются, как правило, раз в месяц или накануне очередных собраний участников. Клуб выбирает одного из своих членов на должность агента всей группы участников. Каждый член клуба имеет право выйти из него (для этого требуется предварительное уведомление) и получить ликвидационную стоимость своего пая.

Хотя инвестиционные клубы действовали вполне успешно и приносили очевидную пользу своим членам, в настоящее время они уже не играют заметной роли в процессе инвестирования. Длительный период высоких процентных ставок и неспособность рынка служить «островком безопасности» для тех, кто стремится уберечь свои средства от инфляции, привели к резкому сокращению присутствия на рынке мелких инвесторов. Одновременно усилилась тенденция к проникновению брокерских фирм в более прибыльные по сравнению с ведением мелких клиентских счетов сферы финансового бизнеса.

Схожая судьба выпала и на долю Плана ежемесячных инвестиций NYSE, введенного в действие в 1954 г. в целях стимулирования небольших регулярных покупок котируемых на ней акций. Хотя в конце концов от этого плана отказались, некоторые работающие на бирже фирмы предложили свои собственные похожие планы, пытаясь привлечь мелких клиентов, которые могут когда-нибудь превратиться в крупных инвесторов.

Особые ситуации

Эта схема предполагает покупку обыкновенных акций компаний, которые в перспективе могут оказаться исключительно прибыльными. На Уолл-стрит такие необычные возможности получения прибыли называют *особыми ситуациями* (*special situations*). Как правило, это акции недооцененных компаний, рыночная стоимость которых в будущем может резко возрасти. Такие акции имеют много общего с «акциями роста», хотя и не являются ими в полном смысле.

Особые ситуации возникают по многим причинам. Например, у компании появляются большие шансы на стремительное возрождение после успешно проведенной реорганизации или новый менеджмент готов пойти на радикальные изменения в политике и оперативной деятельности компании, которые в конечном счете обеспечат ей необычайно высокую прибыль. Кроме того, особая ситуация может сложиться при внезапном получении компанией большого числа новых заказов или в связи с началом производства нового продукта, пользующегося широким спросом. Компания может найти новое и весьма прибыльное применение некоторым природным ресурсам, как это произошло, например, в случае с ураном. Предполагаемые слияния и поглощения также могут вызвать значительный рост курсов акций одной или нескольких компаний—участниц сделки. Вполне вероятно, что в сделке слияния или поглощения стоимость одной из компаний окажется заниженной, или же есть основания полагать, что слияние будет иметь сильный синергический эффект.

Естественно, преимущество покупки акций в особых ситуациях до того, как многие о них узнают, состоит в возможности получения громадной прибыли. К сожалению, рядовой инвестор или биржевой торговец этим преимуществом воспользоваться, как правило, не может, так как он не обладает знаниями и, вероятно, той интуицией, которые необходимы, чтобы заранее правильно выбрать подобные акции. На это способны только опытные и высококвалифицированные фондовые аналитики. Всего лишь несколько инвестиционных фондов специализируется на инвестировании такого рода. Часто огромное значение имеет управленческий аспект особой ситуации. Финансовая группа, заинтересованная в ситуации, берет контроль в свои руки, вводит в руководство компании своих менеджеров и, в случае необходимости, инвестирует в компанию дополнительный капитал. На практике именно финансовые группы часто создают особые ситуации. При этом они оказываются в самом выгодном положении для того, чтобы получить вознаграждение за свои труды, и нередко пользуются этим.

Отраслевая селекция

Мы используем термин «отраслевая селекция» за неимением лучшего. В действительности в финансовых кругах у этого метода купли-продажи акций до сих пор нет общепринятого названия, хотя самим методом пользуются очень давно. Биржевые торговцы, следующие схеме отраслевой селекции, строят свои операции на предполагаемом движении котировок акций определенных отраслей. По их мнению, некоторые отрасли с точки зрения изменения в ближайшие месяцы курсов акций выглядят многообещающе в силу особых обстоятельств. Например, в связи с притоком новых заказов объем производства и прибыльность в отрасли могут резко возрасти; или отрасль начнет производить новые товары, которые будут пользоваться необычайно высоким спросом; или увеличение государственных расходов на оборону приведет к заключению новых крупных контрактов и т.д. Кроме того, во время предпринимательского бума часто значительно возрастает объем грузовых перевозок, что увеличивает доходность грузового транспорта в целом.

Когда в той или иной отрасли развиваются подобные ситуации, биржевые спекулянты накидываются на акции этой отрасли, которые в краткосрочном плане выглядят столь привлекательными. По прошествии нескольких месяцев или года перспективы получения прибыли на акциях данной отрасли исчезают, и инвесторы переключаются на поиск других многообещающих отраслей. Следовательно, инвесторы, пользующиеся методом отраслевой селекции, постоянно переключают свое внимание с акций, например, нефтяных компаний на акции компаний, выпускающих сталь, автомобили, химикаты, строительные материалы, оборудование для строительства дорог, электронику, самолеты и т.д.

Те, кто способен точно выбрать среди отраслей «победителя» и строит свои операции на методе отраслевой селекции, в конечном счете могут получить хорошее вознаграждение за свои усилия. Годовые доходы от таких операций в размере 50% и более не являются чем-то необычным. Если инвестору на протяжении долгого времени неизменно сопутствует удача в выборе отраслей, его прибыли могут быть громадными, даже фантастическими. В интересном исследовании за 1915—1944 гг., проведенном инвестиционной фирмой «Hugh W. Long and Сотрапу», показано, как в результате успешных переключений с акций одной отрасли на акции другой по мере развития в этих отраслях особых обстоятельств первоначально инвестированная сумма в 100 дол. превратилась в 70 млн дол.² Иногда очень полезно оглядываться назад.

Для успеха торговли ценными бумагами на основе метода отраслевой селекции требуется умение максимально точно спрогнозировать ситуацию и правильно выбрать время покупок и продаж. Кроме того, недостатком метода является его несовместимость с принципом диверсификации портфеля инвестиций, что делает его значительно более рискованным.

² *The Thirty Year Bull Market (New York: Hugh W. Long).*

«АКЦИИ РОСТА»

Само название этих акций подразумевает желательность инвестирования в них капитала. Если инвестор стремится к долгосрочному росту своего капитала, среди всех активов данного класса он должен выбирать именно «акции роста». К сожалению, в настоящее время, по сравнению с 60-ми и 70-ми годами, гораздо меньше согласия по поводу того, какими характеристиками определяются «акции роста». Идентификация и выбор «акций роста» часто оказываются нелегким трудом.

Многие из классических «акций роста» последних 25 лет больше не обладают теми характеристиками, из-за которых они пользовались заслуженной любовью двух поколений инвесторов. Акции «Хегох», «Syntex», «Polaroid», «Eastman Kodak», «Avon Products» и даже IBM уже в значительной степени утратили свою магическую притягательность, которая на протяжении многих лет делала их «акциями однозначного решения» в том смысле, что инвестору всего лишь надо было решить, которые из них и когда покупать. Будучи купленными, эти акции уже никогда не продавались, поскольку считалось, что рост их курса будет продолжаться бесконечно. Их «магическая притягательность» обуславливалась постоянным ростом чистой прибыли компаний в расчете на одну обыкновенную акцию, настолько предсказуемым, насколько могут быть предсказуемы хорошие часы. И хотя эти акции — фаворитки прошлого по-прежнему остаются надежными инвестициями, сейчас инвесторы редко награждают их (как, впрочем, и все другие ценные бумаги) эпитетом «акции однозначного решения». Вполне возможно, что инвесторы либо с большим скептицизмом стали относиться к будущему, либо есть какие-нибудь иные факторы, однако факт остается фактом: очень мало инвесторов сейчас покупают акции, не задумываясь о том, когда их надо будет продать.

Отнюдь не все прежние «акции роста» перестали быть таковыми. Компании «Coca-Cola», «Pepsico», «Mergk and Cotrapu», «Johnson and Johnson» и некоторые другие продолжают увеличивать показатель чистой прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию, что обуславливает более высокие цены их акций по сравнению с другими. Кроме того, эти компании выпустили новые акции, которые сейчас быстро растут в цене и проявляют признаки значительного роста в будущем. Среди новой волны «акций роста» можно назвать акции «Microsoft Corporation», «U.S. Surgical» и «Apple Computer*». Что же отличает эти акции от выпусков других прибыльных корпораций, которые не относятся к «акциям роста»?

Регулярный непрерывный рост чистой прибыли компании в расчете на одну обыкновенную акцию является, вероятно, наиболее важным фактором, отличающим «акции роста» от тех, которые не заслуживают подобного названия. Этот рост должен превышать рост валового национального продукта. Следовательно, тот рост, который примерно соответствует росту экономики в целом, явно недостаточен для того, чтобы корпорацию называли «компанией роста». Большинство аналитиков полагают, что ежегодные сложные (т.е. за ряд лет) темпы роста должны составлять не менее 10%. Кроме того, ключевым моментом является предсказуемость. Иногда говорят, что на Уолл-

стрист не любят сюрпризов. Если корпорация начинает опровергать прогнозы аналитиков в отношении ее прибылей, фондовый рынок может наказать ее, присвоив ее акциям более низкое значение показателя отношения рыночной цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию по сравнению со значением, присущим «акциям роста»; т.е. цена акций корпорации будет падать, несмотря на увеличение ее прибылей, поскольку оно окажется недостаточным для поддержания «кратности» роста.

Например, предположим, что рынок считает какую-либо компанию «компанией роста», так как на протяжении последних нескольких лет ежегодные темпы роста показателя ее чистой прибыли в расчете на одну обыкновенную акцию составляли 12%. Текущая рыночная цена ее акций равна 60 дол., а ее чистая прибыль в расчете на одну обыкновенную акцию за последние 12 месяцев достигла 3,00 дол., т.е. отношение рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли в расчете на одну акцию составляет 20. Такое отношение часто является характеристикой «акции роста», поскольку в среднем на рынке значение этого показателя не превышает, скажем, 15. В текущем году, однако, рост доходов компании замедлился и прибыль в расчете на одну акцию составила только 3,10 дол., что оказалось значительно ниже ожидаемого рынком значения 3,36 дол. Участники рынка, естественно, испытывают разочарование по этому поводу, так как темп роста, очевидно, замедлился. Акции этой компании утрачивают в их глазах свою мистическую силу, и, следовательно, цена на них уже должна ничем не отличаться от цен других, типичных акций. Таким образом, если для типичных акций характерно отношение рыночной цены к чистой прибыли эмитента в расчете на одну акцию, равное 15, в соответствии с «рыночной» оценкой курс акций данной компании упадет до $46\frac{1}{2}$ (3,10 дол. x 15). Следовательно, инвесторы в «акции роста» должны испытывать тревогу при малейшем замедлении темпов роста компании. Сама по себе эта компания может быть выдающейся, даже с точки зрения долгосрочных инвестиций, однако рынок является неумолимым и часто бесжалостным судьей. Если акции утратили отношение к себе как к «акциям роста», восстановить его бывает очень сложно.

Иногда отрасль переживает подлинный рост, однако он замедляется перенасыщением рынка или иностранной конкуренцией. Главная опасность, с которой сталкивается инвестор в «акции роста», заключается в причудливости рынка. Периодически на рынке появляются новые товары или услуги, производство и сбыт которых могут, казалось бы, бесконечно расти, что сказывается на цене акций производителя. Развязка обычно бывает кошмарной. Акции компании, производящей и реализующей товар по завышенной цене, в конце концов признаются рынком «плохими», и тогда инвесторы, не успевшие вовремя «закрыться», терпят ужасающие убытки. Начиная с 60-х годов можно привести немало примеров целых отраслей, ориентированных на обслуживание причудливого спроса, звездный час которых оказался слишком коротким. Среди этих отраслей можно назвать компьютерный лизинг, производство домов на колесах, сборных (модульных) домов, транзисторных приемников и видеоигр. К сожалению, мало кто из инвесторов обладает способностью отличать действительно долгосрочный рост от непродолжительных взлетов на волне популярности.

Выбор акций осложняется тем фактом, что развитие отрасли может быть непрерывным, однако действующие в ней компании станут объектами поглощений со стороны других компаний, особенно иностранных. Например, многие инвесторы в 60-х годах совершенно справедливо полагали, что производство цветных телевизоров обладает огромным потенциалом роста. Однако к началу 80-х годов компании RCA, «Magnavox» и «Admiral», три прежних лидера на рынке США, прекратили свое независимое существование, а единственный оставшийся «на плаву» американский производитель — компания «Zenith» — испытывал серьезные финансовые трудности.

Тем не менее награда за инвестирование в «акции роста» может оказаться весьма впечатляющей. Продолжительное владение подлинными «акциями роста» многим принесло целое состояние, хотя от их держателей требовалось сохранять бесконечное терпение, так как по таким акциям редко выплачиваются большие наличные дивиденды. Выплата более высоких дивидендов в состоянии утешить инвесторов в периоды происходящих время от времени спадов на фондовом рынке, от которых никто не застрахован. Напротив, характерное для «акций роста» высокое отношение рыночной цены к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию делает их котировки относительно неустойчивыми. Именно поэтому владельцы «акций роста» должны обладать железной волей, чтобы не поддаваться искушению продать их во время резких падений курсов, особенно если принять во внимание отсутствие той «подушки» в виде выплаченных наличных дивидендов, которая могла бы смягчить падение.

Примеры высокодоходных «акций роста» широко известны. Мы приведем здесь лишь некоторые из них: 13 000 дол., инвестированные в 100 акций компании «DuPoint» в 1922 г., должны были превратиться к 1961 г. в 1,5 млн дол., не считая более 250 тыс. дол., полученных за все это время в виде дивидендов; 4320 дол., вложенных в 1946 г. в 100 акций компании «Minnesota Mining and Manufacturing*», к 1961 г. могли стоить 210 тыс. дол., не считая дивидендов. Одна крупная фирма изучила изменение стоимости 25 типичных «акций роста» в период с января 1939 г. по сентябрь 1955 г. По предположению, в акции каждого из эмитентов была вложена 1 тыс. дол. В результате гипотетически инвестированные 25 000 дол. за 16 лет выросли до 235 тыс. дол.³

Одно из наиболее тщательных изучений «акций роста» провел Андерсон⁴. Чтобы исключить какие-либо случайности и предвзятость, для исследования были отобраны 25 таких акций. Исследование охватывало 18-летний период с 1936 по 1954 г. Темп роста доходности этих акций составлял всего 3,8% в год, что было значительно ниже темпов роста среднего показателя курсов акций Dow Jones, равного 5,3%. Однако, когда подсчитали стоимость портфеля инвестиций на конец периода с учетом реинвестированных дивидендов, оказалось, что она выросла на 514% против 400% роста среднего показателя курсов Dow Jones. Другими словами, стоимость портфеля инвестиций, состоящего из «акций роста», росла на 28% в год быстрее, чем ры-

³ 111 *Growth Stocks* (New York: Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, 1956), p. 50.

⁴ Robert W. Anderson, "Unrealized Potentials in Growth Stocks," *Harvard Business Review* 33 (March-April, 1955), 61.

ночная цена акций «голубых фишек» из представительного списка среднего показателя курсов Dow Jones. Доходность же типичных «доходных» акций за тот же период оказалась близкой к 70%.

В 70—80-х годах мы могли наблюдать бесчисленное множество примеров «акций роста», вложения в которые принесли необычайно высокие прибыли. Учитывая появление на рынке множества новых товаров, особенно электронных, и устойчивый рынок «быков» в середине 80-х годов, не найти такие примеры было бы удивительно.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ «В СТОИМОСТЬ»

Некоторые инвесторы предпочитают вкладывать капитал в акции компаний, имеющих привлекательную стоимость, и отыскивают их путем тщательного изучения финансовой отчетности корпораций. Поскольку отчетность подобного рода обычно публикуется, любой инвестор, приложив некоторые усилия и проявив должное усердие, в состоянии воспользоваться этим методом. Первыми разработчиками этого систематического аналитического подхода к инвестированию были Бенджамин Грэхэм и Дэвид Л. Додд, которые в 1934 г. опубликовали классическую работу «Анализ ценных бумаг»⁵, до сих пор остающуюся одной из самых выдающихся в этой области. Возможно, в наше время отыскать преимущества, которые дает инвесторам этот метод, несколько сложнее, чем раньше, так как технику этого анализа приняли на вооружение очень многие инвестиционные аналитики. В результате мало вероятно, что компании, обладающие необычной стоимостью, т.е. такие, текущая рыночная цена акций которых оказывается гораздо ниже цены их продажи в будущем, когда все узнают об их действительной стоимости, долгое время смогут оставаться недооцененными. Сейчас компьютеры постоянно проверяют банки данных и очень быстро находят акции, которые отвечают критериям инвесторов «в стоимость». Правда, интерпретировать полученную информацию можно по-разному, и эти инвесторы часто расходятся во мнении, насколько в действительности «недооценены» акции той или иной конкретной компании.

Хотя аргументация Грэхэма и Додда достаточно сложна, их взгляды на то, чем определяется привлекательность акций с точки зрения инвестирования «в стоимость», можно суммировать следующим образом:

1. Балансовая стоимость активов компании в расчете на одну акцию должна быть меньше рыночной цены акций.
2. Рыночная цена акции должна в 50 или меньшее число раз превышать отношение чистой прибыли компании в расчете на одну акцию к процентной ставке по корпоративным облигациям с рейтингом AAA (в целых числах, например 6% = 6).
3. Рыночная цена акции должна в 150 или меньшее число раз превышать отношение нормы дивидендов к процентной ставке по корпоративным облигациям с рейтингом AAA⁶.

⁵ *Securities Analysis* (New York: McGraw-Hill, 1934).

⁶ *Investment Vision Magazine* (October/November, 1991), p. 43 et seq.

По методу Грэхэма—Додда акции, отвечающие всем этим критериям, значительно недооценены рынком и, следовательно, вырастут в цене, когда истинная стоимость компании-эмитента станет очевидной для других инвесторов. В этом случае либо сам рынок признает недооценку акций и их котировки поднимутся, либо какой-либо инвестор, настроенный на поглощение, придет к заключению, что потенциал компании с точки зрения ее активов и доходов стоит того, чтобы ее купить по договорной цене. Вне зависимости от того, начнет такой инвестор скупать акции компании на открытом рынке или же сделает ей предложение о поглощении, цена акций поднимется. Что же касается инвестора «в стоимость», заранее купившего акции данной компании, то ему остается только дожидаться, когда другие поймут то, что он осознал несколько раньше.

Далеко не все инвесторы «в стоимость» строго следуют формулам Грэхэма и Додда, однако в любом случае существует несколько обязательных для покупаемых ими акций характеристик. Компании—эмитенты таких акций должны отличаться если уж не привлекающей внимание, то по крайней мере относительно устойчивой прибылью. Отношения рыночных цен их акций к чистой прибыли в расчете на одну акцию должны быть ниже, чем в целом на рынке. Акции должны обладать достаточной ликвидностью для того, чтобы благополучно переносить временные спады в экономике. Компания не должна быть обременена чрезмерными долгами, а показатель покрытия дивидендов текущими доходами должен быть достаточно высоким. Менеджеры компании должны быть компетентными и сведущими в той отрасли, где действует компания. Другими словами, самой «лучшей» стоимостью часто обладают компании, которые демонстрируют ничем не примечательные результаты деятельности и не выделяются чем-либо таким, что могло бы привлечь к ним внимание спекулянтов—любителей быстрого обогащения.

Подобно инвестициям в «акции роста», инвестиции «в стоимость» требуют большого терпения. В некоторых фазах рыночного цикла такой тип «стоимости» полностью игнорируется. Вместо этого внимание инвесторов концентрируется на компаниях, которые демонстрируют резкий рост чистой прибыли в расчете на одну акцию, внедряют перспективные новые технологии или проявляют динамизм иного рода. Более детально основные характеристики компаний, учитываемые инвесторами «в стоимость» при принятии решений, будут рассмотрены в главе 21.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ВОПРЕКИ ОБЩИМ ТЕНДЕНЦИЯМ НА РЫНКЕ

Некоторые инвесторы убеждены, что большинство инвесторов в своей коллективной оценке рынка или отдельных акций, как правило, ошибаются. В известном смысле таких инвесторов можно также причислить к категории инвесторов «в стоимость». Их инвестиционная политика также заключается в покупке не пользующихся особой популярностью акций и в ожидании того момента, когда большинство инвесторов осознает их «недооценку». Когда, наконец, публика осознает истинную стоимость таких акций, что, соответственно, приводит к росту их котировок, инвестор, действующий вопреки общим настроениям рынка, продает их. Отличие инвесторов такого рода от

инвесторов «в стоимость» не носит принципиального характера. Они также выбирают акции, руководствуясь основными характеристиками эмитента, однако их действия в значительно большей степени по сравнению с действиями инвесторов «в стоимость» основываются на знании рыночной психологии. Например, рыночная цена каких-либо конкретных акций слишком высока для того, чтобы привлечь к ним особое внимание инвесторов «в стоимость», однако инвесторы, действующие вопреки общим настроениям рынка, убеждены, что большинство участников рынка эти акции недооценивают и раньше или позже изменят свое мнение о них. При этом переоценка таких акций может произойти не столько из-за того, что вскроются ранее неизвестные факты в отношении эмитента, сколько из-за ротации рыночных интересов. По мере того как одна фаза рыночного цикла сменяется другой, цены на наиболее популярные среди инвесторов акции повысятся до такого уровня, когда уже нельзя ожидать их дальнейшего повышения. Следовательно, внимание инвесторов переключается на не пользовавшиеся ранее большим спросом акции отдельных компаний или отраслей, и процесс начинается снова. Инвесторы, действующие вопреки общим тенденциям рынка, хорошо понимают, что подобная ротация рыночных интересов в конечном счете принесет им успех, а сам процесс смены акций-лидеров на рынке постоянно открывает широкие возможности поиска новых объектов инвестирования.

«(ПРИВЯЗКА)» ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ К ФОНДОВОМУ ИНДЕКСУ

Некоторые инвесторы предпочли отказаться от попыток «одержать победу над рынком». Принимая во внимание, что история знает много примеров получения вполне приличных доходов на неуправляемых фондовых индексах, и в то же время с грустью осознавая неспособность профессиональных менеджеров повышать эти доходы на регулярной основе, эти инвесторы обратились к «привязке» своих инвестиционных портфелей к фондовым индексам. В действительности такие инвесторы просто предполагают, что «переиграть» рынок почти невозможно и, следовательно, нет ни малейшего экономического смысла в том, чтобы платить менеджерам за их попытки сделать это. За «привязку» портфелей к фондовым индексам особенно ратуют те, кто убежден в справедливости гипотезы «эффективных рынков».

Хотя некоторые управляющие портфелем способны регулярно принимать превосходные инвестиционные решения, операционные издержки и плата за управление портфелем часто уменьшают чистые результаты инвестиций настолько, что они оказываются хуже тех, что можно достичь, владея инвестиционным портфелем, копирующим рынок в целом. В настоящее время новейшие компьютерные технологии позволяют скомпоновать инвестиционный портфель, копирующий рынок, путем покупки акций из относительно небольшого числа выпусков, учитываемых в калькуляции индекса. Например, «фигура» движения цен, отражаемая индексом «S&P 500», может быть скопирована при включении в портфель инвестиций акций всего лишь нескольких десятков выпусков. При этом активного управления портфелем

не требуется, и, следовательно, расходы на управление окажутся чисто символическими. Естественно, необходимость в управлении портфелем полностью не отпадает, так как исключения акций из представительного списка или, напротив, новые включения в него могут привести к отклонению движения стоимости портфеля от действительного движения фондового индекса. Иногда цена каких-либо конкретных акций из портфеля начинает изменяться таким образом, что вызывает существенное расхождение в движении стоимости всего портфеля и движении индекса. В этом случае данные акции необходимо исключить из портфеля и купить вместо них другие.

Распространению инвестирования методом «привязки» портфеля к фондовому индексу во многом способствовали пенсионные фонды, особенно корпоративные. В связи с тем что большинство институциональных денежных менеджеров привыкло сверять свои действия с индексом «S&P 500», именно по нему чаще всего индексируются инвестиционные портфели. Среди первых, кто предложил пенсионерам и другим своим клиентам «привязывать» инвестиционные портфели к фондовым индексам, были отделы по управлению активами некоторых коммерческих банков. Особую активность в индексации портфелей проявляли «Wells Fargo» и «Bankers Trust». Сейчас этим успешно занимаются многие другие организации, включая группы по управлению взаимными фондами типа «Vanguard» и «Dreyfus», в результате чего индивидуальные инвесторы получили возможность формировать такие же инвестиционные портфели, которые раньше были доступны исключительно институциональным инвесторам.

Индексированные фонды среди всех прочих организаций для совместного инвестирования выделяются низкими издержками своих клиентов. Как уже отмечалось, операционные издержки, соответствующие комиссионные и плата за управление минимальны. Если «привязка» производится, как обычно, к индексу «S&P 500», инвестор с легкостью может получить в свое распоряжение портфель акций американских «голубых фишек» с очень низкими для себя затратами. Индексированные фонды оказались особенно полезными для менеджеров, действия которых ограничены положениями Закона о пенсионном обеспечении трудящихся, не охваченных льготными пенсионными программами и схемами участия в прибылях. Этот закон возложил на некоторых инвестиционных менеджеров, главным образом управляющих корпоративными пенсионными фондами, персональную ответственность за «чрезмерный» риск при управлении доверенными им портфелями. Поскольку инвестиции индексированных фондов фактически представляют собой модель рынка в целом, вряд ли кто-то сможет пострадать от рынка, вложив деньги в эти фонды. Вместе с тем никто не сможет и «превзойти» рынок. По мнению некоторых, не следует в точности повторять все движения рынка.

ИНВЕСТИРОВАНИЕ ПО ФОРМУЛЕ

При современном уровне развития техники инвестирования следование строгим инвестиционным формулам представляется примитивным. Мало вероятно, что в наше время многие крупные инвесторы строят свои стратегии на формулах или пропорциях, известных практически каждому участнику рынка.

Однако являясь частью той структуры, в пределах которой принимаются рыночные решения, некоторые из этих формул в процессе принятия решений оказываются полезными. Хотя мы намерены рассмотреть целый ряд инвестиционных формул, применяемых инвесторами уже в течение многих лет, возможность оценить практическую пользу от их использования мы предоставляем другим.

СХЕМА ИНВЕСТИРОВАНИЯ ФИКСИРОВАННОЙ СУММЫ В ДОЛЛАРАХ

Принцип схемы инвестирования фиксированной суммы в долларах заключается в поддержании постоянной стоимости инвестиций в акции, например 50 000 дол., вне зависимости от изменений уровня цен на акции. При этом портфель инвестиций может дополняться облигациями и привилегированными акциями. Если цены на акции растут, инвестор должен часть их продавать, восстанавливая, таким образом, первоначальную сумму инвестиций (50 000 дол.). Если цены акций снижаются и стоимость портфеля акций упала ниже 50 000 дол., владельцу портфеля следует инвестировать в обыкновенные акции дополнительные средства и вновь довести стоимость инвестиций до 50 000 дол.

При этом методе инвестирования диверсификация портфеля не только желательна, но и необходима. Однако схема может предполагать инвестиции в акции только одного эмитента, а диверсификация будет достигаться одновременной реализацией нескольких различных схем.

Для успешного применения схемы инвестирования фиксированной суммы в долларах требуется решить три основные проблемы: (1) выбрать соотношение между акциями и облигациями; (2) установить критерии выбора времени покупок и продаж и (3) выбрать акции—объекты инвестирования. Последняя проблема, естественно, характерна для всех формализованных планов инвестирования и потому рассматриваться нами не будет.

Вопрос соотношения между акциями и облигациями каждый инвестор решает по-своему. Обычно предполагается, что при условии наличия нормальных цен на рынке общая стоимость портфеля в момент начала реализации схемы должна распределяться между акциями и облигациями поровну. Проблема выбора времени покупок и продаж решается несколькими путями. Во-первых, покупки и продажи могут осуществляться через регулярные промежутки времени (обычно рекомендуется периодичность в 1 год). Во-вторых, покупать или продавать можно после того, как курсы акций поднимутся или упадут на определенное число процентов, например на 20 или 25%.

Преимущества метода

Можно отметить два преимущества. Во-первых, эта схема инвестирования отличается простотой. Акции продаются, когда курс их растет, и покупаются, когда цены падают, в полном соответствии с получением от рынка заранее установленных инвестором сигналов. Схема не требует проведения каких-либо сложных математических расчетов. Второе достоинство заключает-

ся в том, что эта схема предусматривает автоматическую продажу акций при росте их цен, что избавляет инвестора от соблазна покупать акции по высоким ценам.

Недостатки метода

Первым недостатком схемы является необходимость начинать ее реализацию в период нормальных цен на рынке. В противном случае существует опасность вложения в акции слишком больших или, напротив, малых средств. Вторым недостатком метода заключается в том, что важным фактором достижения наилучших результатов является наличие значительных колебаний цен акций вверх и вниз относительно первоначального ценового уровня. В периоды устойчивого и продолжительного роста или падения цен на рынке схема практически не работает. Кроме того, высокая плата за проведение операций, взимаемая некоторыми брокерами, снижает привлекательность этой инвестиционной схемы, как, впрочем, и всех других, описываемых нами. Инвестору, который намерен реализовывать одну из подобных схем, следует обращаться к «дисконтному» брокеру.

ИНВЕСТИЦИОННАЯ СХЕМА ПОДДЕРЖАНИЯ ПОСТОЯННОГО СООТНОШЕНИЯ

Этот метод состоит в поддержании в портфеле постоянного соотношения, например 50 : 50, между стоимостью акций и стоимостью облигаций. По мере роста цен на акции инвестор продает их и восстанавливает первоначальное соотношение стоимости портфеля; если цены акций падают, он их покупает и достигает аналогичного результата. В итоге, когда цены на акции повышаются, их продают, а полученную прибыль конвертируют в дополнительные облигации. Наоборот, если цены акций идут вниз, продаются облигации, а вырученные от их продажи деньги вкладываются в подешевевшие акции. Прибыль, которую можно получить, следуя этой схеме, обычно невелика и зависит от размаха колебаний цен относительно первоначального уровня.

Одна из проблем, присущих этой схеме, заключается в выборе основного соотношения между акциями и облигациями, например 50 : 50, 35 : 65 или 60 : 40. Другой проблемой является подходящий график покупок и продаж. Другими словами, в какой момент следует восстанавливать первоначальное соотношение, скажем, 50:50, стоимости акций и облигаций? На этот вопрос существует три возможных варианта ответа: (1) когда стоимость акций в портфеле возрастет или сократится на определенную сумму или определенное число процентов; (2) когда произойдет определенное изменение в выбранном фондовом индексе; (3) через регулярные промежутки времени. Третья проблема касается выбора времени начала реализации схемы. При ее решении нельзя обойтись без прогнозов, так как инвестору следует избегать начала своих операций в период высоких рыночных цен на акции.

Некоторые инвесторы считают целесообразным реагировать с некоторым запаздыванием, особенно когда цены на акции падают. При такой схеме покупка акций откладывается до тех пор, пока цены не перестанут падать. Сре-

ди предлагаемых методов замедленного реагирования: (1) установление строго определенного промежутка времени между последовательными покупками акций и (2) установление определенных уровней в процентах от стоимости всего портфеля, ниже и выше которых стоимость акций в портфеле не должна опускаться или подниматься ни при каких обстоятельствах.

Преимущества метода

Первое преимущество схемы состоит в ее простоте. Ее легко понять, и ей легко следовать. Второе преимущество заключается в том, что небольшие прибыли можно получать при любых отклонениях цен на акции вверх или вниз от нормального уровня. Третье достоинство — это то, что инвестор сокращает количество акций в портфеле, когда цены на них растут, и, наоборот, увеличивает его, когда цены падают (что, впрочем, является характерной чертой всех формализованных инвестиционных схем и планов, за исключением инвестирования методом усреднения издержек в долларах). Наконец, четвертое преимущество состоит в относительной легкости увеличения портфеля инвестиций, когда появляются дополнительные свободные средства.

Недостатки метода

Во-первых, реализацию схемы можно начинать, только когда цены на рынке нормальные; в противном случае, если цены значительно выше или ниже нормального уровня, в первоначальное соотношение необходимо вносить поправки. Механизм определения нормального уровня цен на акции в схеме не содержится. Во-вторых, преимущества этой схемы над другими, например над схемой «покупай и сохраняй» или схемой инвестирования методом усредненных издержек в долларах, эмпирически не подтверждаются.

НОРМАЛЬНЫЕ СТОИМОСТНЫЕ СХЕМЫ С ПЛАВАЮЩИМИ СООТНОШЕНИЯМИ

Нормальные стоимостные формализованные схемы с плавающими соотношениями составляющих портфеля впервые были разработаны в конце 30-х годов после разочаровывающих результатов управления портфелями инвестиций в условиях рыночного спада 1937—1938 гг. Повышенный интерес к этим способам проявили колледжи, страховые компании, трастовые компании и некоторые взаимные фонды. Кроме того, новую идею в управлении портфелями инвестиций оценили многие частные лица, главным образом богатые инвесторы. Интерес к этим схемам сохранялся вплоть до начала 50-х годов, когда рынок «быков» 1949—1960 гг. достиг своей кульминации. После 1953 г. энтузиазм в отношении к ним пошел на убыль, так как следование многим из этих схем оказалось невозможным из-за того, что цены на акции достигли беспрецедентно высокого уровня. От многих схем отказались после того, как они породили парадоксальную ситуацию: следовавшие им инвесторы продали обыкновенные акции и остались со значительными сред-

ствами на руках, которые некуда было вложить. Со временем, когда уровень цен, казавшийся раньше необычайно высоким, стал восприниматься как нормальный, у инвесторов вновь возник интерес к нормальным стоимостным формализованным схемам.

Классификация

Все схемы этого типа можно разделить на две категории. К первой категории относятся схемы, в которых цена считается центральной, или нормальной, стоимостью. Эти схемы предполагают использование двух основных методов определения этой стоимости: (1) метод меняющегося среднего показателя (индекса) и (2) метод линии тренда. Во вторую категорию входят схемы, в которых для определения средней (центральной стоимости) используется некая «внутренняя» стоимость, такая, как прибыли, дивиденды или доходность.

Основополагающая теория

Все методы этой группы направлены на то, чтобы избежать худших ошибок в выборе времени действий. Покупать акции следует тогда, когда их цена, рассчитываемая по той или иной формуле, достаточно низка, и, напротив, их надо продавать, когда цена достаточно высока. Во всех случаях определяется центральная или средняя стоимость. Когда курс продажи акций опускается ниже средней стоимости, их следует покупать; если же он поднимается выше ее, акции продают. И покупки и продажи акций осуществляются в соответствии с некоторыми механическими правилами, а не на основе личного суждения инвестора. Хотя операции в рамках подобных схем не могут принести максимально возможную прибыль, поскольку предусматривают покупку акций, когда цены падают, и продажу их, когда они растут, у этих схем немало сторонников, считающих, что они обеспечивают получение небольшой, но в известной мере гарантированной прибыли без особого риска.

Портфель инвестиций

Все методы с плавающим соотношением предполагают деление портфеля инвестиций на две части. Первая часть носит название «оборонительной» и состоит из облигаций и высоконадежных привилегированных акций. Вторая часть является «агрессивной» и формируется из обыкновенных акций, курсы которых меняются вместе с общим уровнем цен рынка акций. Первая часть портфеля защищает от снижения цен на акции, тогда как вторая часть должна обеспечивать получение прибыли во время подъема на рынке.

Различные схемы отличаются друг от друга соотношением стоимости «оборонительных» и «агрессивных» ценных бумаг, устанавливаемым в момент, когда цены акций находятся на нормальном уровне. Обычным считается соотношение 50 : 50. В некоторых случаях, однако, соотношение составляет 60 : 40 или 65 : 35. В конечном счете это соотношение зависит от степени риска, который готов принять на себя инвестор, и от его потребности в текущих доходах.

Первоначально закрепленные соотношения меняются по мере роста или падения цен на акции. В некоторых портфелях доля облигаций в общей стоимости может варьироваться от 100 до 0%; в других — она никогда не может быть больше 65% и меньше 35%.

Представляется разумным рассмотреть сначала схемы, базирующиеся на цене, а затем — схемы, базирующиеся на «внутренней» стоимости.

НОРМАЛЬНЫЕ СТОИМОСТНЫЕ СХЕМЫ, БАЗИРУЮЩИЕСЯ НА ЦЕНЕ

Расчет нормальной, или центральной, стоимости

Во всех формализованных инвестиционных схемах имеется тот или иной метод расчета нормальной, или центральной, стоимости акций. В некоторых случаях эта нормальная стоимость носит название медианы (средней стоимости). Обычно в качестве мерил уровня цен на акции используется один из наиболее известных индексов или средних показателей. Первая проблема, с которой сталкивается инвестор, — определение нормальной стоимости, или медианы для выбранного индекса или среднего показателя. Для этого применяется один из двух основных методов: (1) метод скользящей средней и (2) метод линии тренда.

Рассмотрим сначала метод скользящей средней. Хотя скользящая средняя может рассчитываться за разные периоды, наиболее приемлемым является период в 10 лет, или 120 месяцев. Средняя за эти 120 месяцев принимается за центральную стоимость. Недостаток использования нескорректированного среднего значения за 120 месяцев состоит в том, что движение цен на акции, рассматриваемое на протяжении длительного периода, демонстрирует четко выраженную долгосрочную тенденцию к повышению.

Другой метод расчета нормальной стоимости базируется на методе линии тренда. Линии тренда могут быть среднеарифметическими или среднегеометрическими. Одни инвестиционные планы исходят из среднеарифметической линии тренда, другие — из среднегеометрической. Общепринятого мнения о том, какая из линий лучше, нет, так как ни один из анализов цен акций до сих пор еще не подтвердил со всей очевидностью, что цены на акции в долгосрочном плане растут в арифметической или, напротив, в геометрической пропорции. После определения линии тренда необходимо установить выше и ниже линии тренда, или нормальной стоимости, так называемые точки реагирования: когда курсы достигают этих точек, акции следует продавать или покупать. Обычно применяется графический метод, т.е. изображается линия тренда, или нормальной стоимости, а выше и ниже ее отмечаются по нескольку зон реагирования. Эти зоны представляют собой отклонения от линии нормальной стоимости на определенное число масштабных пунктов графика, например от 15 до 20, или на определенное число процентов, скажем, от 10 до 15%. Когда значения курсов акций оказываются в пределах этих зон, это означает, что достигнута «точка реагирования» и инвестору следует покупать или продавать акции.

Обычно акции, пока их цена поднимается до нормальной стоимости, или линии тренда, а затем несколько превышает ее, не продаются. Инвестор сбрасывает акции только тогда, когда их цена пройдет через все выделенные выше линии тренда зоны, или точки реагирования. Аналогично при падении цен на акции инвестор не покупает их до тех пор, пока цена скользит к линии тренда и даже оказывается несколько ниже ее, и начинает действовать лишь после того, как цена пройдет через все зоны, или точки реагирования, выделенные ниже линии тренда.

Теория гласит, что на протяжении обычного фондового цикла цены на акции колеблются между самыми верхними и самыми нижними зонами на графике, как они всегда это и делали. Предпосылкой, на которой базируется теория, является утверждение, что будущее поведение цен на акции можно прогнозировать на основе экстраполяции исторических тенденций. У многих исследователей фондового рынка правильность этой предпосылки вызывает серьезные сомнения.

Частота фондовых операций

Различные схемы отличаются друг от друга по частоте совершения фондовых операций. Некоторые из них предполагают совершение покупки или продажи акций именно в тот момент, когда их цена проходит через зону, или точку реагирования. В других схемах предусмотрена некоторая задержка реагирования, т.е. покупки и продажи совершаются через строго определенные промежутки времени, например раз в месяц или в три месяца. Замедленное реагирование базируется на предположении, что цены на акции, начав двигаться в определенном направлении, продолжат свое движение в течение еще некоторого времени.

Преимущества и достоинства

Одним из достоинств таких схем является возможность совершать упорядоченные покупки и продажи акций без прогнозирования движения их цен. Моменты покупки и продажи на протяжении всего фондового цикла определяются чисто механическим набором правил. Таким образом, элемент личного суждения инвестора здесь отсутствует, а опасность принятия ошибочных решений под влиянием эмоций исключена полностью. Инвестор в значительно меньшей степени беспокоится по поводу движения цен в будущем, так как ему не приходится постоянно выбирать время для покупки или продажи ценных бумаг; время, когда ему надо действовать, определяется по формуле.

Второе преимущество этих схем заключается в том, что в долгосрочной перспективе они позволяют получать небольшую, но вполне конкретную прибыль. По своей концепции схемы предполагают покупку акций, когда их цены низки, и продажу, когда цены становятся высокими. Хотя, следуя им, инвестор не сможет получить максимальную прибыль, более скромные доходы ему почти гарантированы. Подобные планы особенно подходят инвесторам, которые ради снижения риска готовы отказаться от максимальной доходности своих капиталовложений.

Недостатки

Проблема состоит в правильной калькуляции нормальной стоимости. По сравнению с прошлым эта стоимость может оказаться слишком высокой или слишком низкой. Например, после событий 1929 г. линии тренда, обрывающиеся в конце 20-х годов, оказались очень завышенными. Громадные убытки, которые понесли в то время последователи рассматриваемых схем, не забыты до сих пор. Высокий уровень цен на акции в середине 80-х годов убедил даже самых верных сторонников формализованных схем в том, что прошлые линии тренда не соответствуют действительности и что нормальный уровень цен на акции, если он вообще существует, должен быть значительно выше, чем представлялось прежде. Большинство исследователей фондового рынка уверены, что попытки прогнозировать цены путем экстраполяции линий тренда, построенных на ценах прошлых лет, могут быть в лучшем случае абсолютно бесполезными, а в худшем — чрезвычайно вредными.

Механическая калькуляция будущих цен на акции полностью игнорирует рациональный анализ и не учитывает изменения в экономической среде. События недавних лет, такие, как резкие колебания процентных ставок, цен на металлы и объемов производства нефти, вызвали беспрецедентные колебания цен на акции. В результате нынешние цены вряд ли можно соотносить с теми уровнями, которые ранее признавались «нормальными».

Вторая и весьма серьезная слабость подобных инвестиционных схем состоит в игнорировании ими прибылей и дивидендов. Они исходят из предположения, что акции, 10 лет назад продававшиеся по 50 дол. за штуку, сейчас явно переоценены, так как продаются по 100 дол. за штуку. Однако высокие цены акций могут быть оправданы большими прибылями эмитента и высокими дивидендами. Акция с ценой 100 дол., на которую приходится 8 дол. чистой прибыли компании и 5 дол. дивидендов, в качестве объекта инвестиций так же хороша, как и акция с ценой 50 дол., на которую приходится 4 дол. чистой прибыли эмитента и 2,50 дол. дивидендов. Тем не менее единственным фактором, который учитывается в формуле схемы, является уровень цен акций.

Третьим недостатком считается трудность повторного выхода на фондовый рынок после продолжительного роста цен. Если период роста цен затягивается, портфели многих инвесторов оказываются вообще без акций. Строгое следование некоторым формализованным схемам, по идее, должно было привести к полному исключению из инвестиционных портфелей обыкновенных акций после 1953 г. и, таким образом, упущению больших возможностей, предоставленных величайшим в истории рынком «быков».

Четвертым недостатком является то, что эти способы позволяют получать прибыль, значительно меньшую по сравнению с той, что получают инвесторы, прогнозирующие курсы акций на основе собственных оценок, опыта и интуиции. Принимая во внимание, что постоянный успех в прогнозировании цен подобным методом вряд ли возможен, многие, тем не менее, задаются вопросом, не является ли потеря части доходов, обусловленная реализацией формализованных схем, слишком высокой ценой за отказ от большей свободы в инвестиционной политике.

Люди, убежденные в том, что инвестирование в акции способно уберечь деньги от инфляции, критикуют подобные схемы за то, что они как раз лишают инвестора защиты от инфляции, поскольку требуют продажи акций именно в тот момент, когда инфляция начинается или усиливается.

Шестой недостаток состоит в том, что эти схемы, как правило, сложны и требуют довольно трудоемких статистических вычислений. Это не является большой проблемой для инвестиционных институтов, однако может оказаться непреодолимым препятствием для большинства инвесторов.

Наконец, последний недостаток усматривают в том, что эти схемы не имеют практического значения для мелких инвесторов с ограниченными по размерам портфелями. Было бы слишком наивно ожидать от них частых переводов средств из акций в облигации, и наоборот, как того требует формула. Мелкие инвесторы в значительно большей степени склонны действовать методом «купи и держи» либо переадресовывать свои заботы взаимным фондам.

Как и все^ схемам и планам покупки акций, этим схемам также свойственна проблема выбора акций. Эта проблема является общим слабым местом всех формализованных систем.

НОРМАЛЬНЫЕ СТОИМОСТНЫЕ СХЕМЫ, БАЗИРУЮЩИЕСЯ НА «ВНУТРЕННЕЙ» СТОИМОСТИ

Эти схемы основаны на предположении, что нормальные, или действительные, стоимости акций определяются не только их ценами, но и рядом других факторов. Важно не то, по какой цене продавалась акция 5, 10 или 15 лет назад, или даже вчера, а то, чего она стоит с учетом балансовой стоимости активов эмитента, способности приносить прибыль, дивидендов и доходности. Рост цены акции не снижает ее ценности с точки зрения инвестиционного качества, если ее «внутренняя» стоимость растет в той же или большей степени, как и цена.

Существуют значительные разногласия по поводу того, чем конкретно определяется «внутренняя» стоимость акций. Нет единства даже в понимании самого термина. Найдется немало людей, утверждающих, что действительная стоимость акции — это та цена, по которой она продается в данный момент. Если это утверждение справедливо, выяснить, что цена акции была завышена или занижена, можно только постфактум, и, следовательно, завышенность или заниженность цен невозможно успешно прогнозировать. При таком положении дел все попытки инвесторов, полагающихся в идентификации акций с завышенной или заниженной ценой на нормальные стоимостные схемы, основанные на «внутренних» стоимостях, заведомо обречены на провал.

Доходность акций

Формализованные схемы, базирующиеся на доходности акций, не отличаются разнообразием и распространенностью, однако некоторые инвесторы свято верят, что именно эта «внутренняя» стоимость является надежной основой схемы. Некоторые специалисты считают доходность акций одним из

лучших и самых простых показателей уровня цен на акции, доступных рядовому инвестору. В основу наиболее простых схем такого рода может быть положен средний показатель курсов акций промышленных компаний Dow Jones. Например, можно выяснить, что за последние, скажем, 25 лет усредненный дивидендный доход по акциям составляет в среднем около 5% и, следовательно, может быть принят за норму. Если средняя доходность остается на уровне 5%, стоимость портфеля инвестиций должна поровну распределяться между акциями и «оборонительными» ценными бумагами. При средней доходности в 6% акции считаются дешевыми, и все средства из портфеля инвестиций требуется перевести в них. С другой стороны, если доходность оказалась ниже 4%, акции следует покупать только выборочно.

При наличии действительной корреляции между низкой доходностью и рынком «быков» и между высокой доходностью и рынком «медведей» существует слишком много исключений из правила, не позволяющих использовать этот метод прямолинейно. Некоторые инвесторы при определении общего состояния рынка и принятии инвестиционных решений пользуются соотношением между высоко- и низкодоходными акциями только наряду с другими показателями.

Отношение рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли в расчете на одну акцию

Еще одной возможной формулой определения «внутренней» стоимости является калькуляция отношений рыночных цен акций компаний к их чистым прибылям в расчете на одну акцию. Например, за последние 25 лет среднее отношение для акций, учитываемых в калькуляции среднего показателя курсов акций промышленных компаний Dow Jones, составляло 12 : 1. В формуле «внутренней» стоимости это значение может быть принято за нормальное. При таком значении половина стоимости портфеля инвестиций должна быть вложена в акции, а другая половина — в «оборонительные» ценные бумаги. Если значение отношения достигает 18 : 1, весь портфель или по крайней мере большую его часть следует перевести в «оборонительные» ценные бумаги. При отношении 9 : 1 весь или почти весь портфель инвестиций должен состоять из обыкновенных акций. Инвесторы исходят из того, что высокое отношение характеризует вершину рынка «быков», а низкое отношение — «дно» рынка «медведей».

Учет инвесторами отношения рыночных цен акций компаний к их чистой прибыли в расчете на одну акцию возможен, вероятнее всего, лишь в качестве дополнения к другим методам, лежащим в основе принятия инвестиционных решений. Например, некоторые инвесторы могут следовать своим собственным планам, предусматривающим покупку акций с низкими значениями этого отношения. Другие инвесторы сопоставляют движение курсов акций с низким отношением рыночной цены к чистой прибыли в расчете на одну акцию с движением курсов акций с высоким отношением и на этом основании прогнозируют рынок.

ФОНДОВЫЙ цикл

Инвесторы, следующие тем или иным формализованным схемам торговли ценными бумагами, в своих действиях учитывают фондовый цикл. После гражданской войны в США полный фондовый цикл составляет в среднем около четырех лет.

Тем не менее мы советуем всем покупателям обыкновенных акций не возлагать все свои надежды на фондовый цикл. Протяженность полного цикла колеблется от менее 2 до свыше 10 лет. При этом продолжительность каждого конкретного цикла мало что может сказать о длительности последующего. За 5-летним циклом может следовать 2-летний цикл, который в свою очередь сменится 6-летним циклом.

Амплитудой цикла называют разницу между ценами в высшей точке подъема рынка и в низшей точке его падения. Отдельные фондовые циклы значительно отличаются друг от друга по амплитуде, причем, что особенно важно, не существует какого-либо способа предсказывать амплитуду конкретного цикла. В некоторых циклах амплитуда мала, в других — очень велика. Еще больше усложняет положение то, что за последние 50 лет характер фондовых циклов изменился: они явно стали продолжительней и отличаются большей амплитудой. Таким образом, из того немногочисленного, что мы сказали о цикле, становится очевидным, что инвестор должен избегать полагаться на какие-либо поверхностные правила выбора точного времени «вступления» на рынок и «выхода» с него.

Барометры цен на акции

Мечтой каждого рыночного аналитика является открытие надежного барометра цен акций, особенно такого, который еще не известен другим аналитикам. В качестве такого барометра могут выступать временные ряды значений какого-либо одного экономического показателя, например числа выданных строительных лицензий, денежной массы, индекса потребительских цен, занятости, объемов розничных продаж, запасов или промышленного производства, который может опережать фондовый цикл и, таким образом, служить основой прогнозирования его развития. Однако следует помнить, что, даже если сама по себе концепция фондового цикла имеет какое-либо значение в долгосрочном плане, до сих пор не обнаружено надежных барометров, способных фондовый цикл предсказывать.

Практически все экономические показатели отстают от движения курсов ценных бумаг и, следовательно, не пригодны для прогнозирования изменений на фондовом рынке. Даже такие очевидные среди них исключения, как изменение задолженности в долларах обанкротившихся промышленных и коммерческих предприятий, в отдельных циклах не совпадают с движением средних показателей курсов. Довольно распространенным является мнение, что не существует каких-либо надежных барометров цикла деловой активности; вероятность существования подобного барометра для фондового рынка гораздо ниже. Каждый инвестор, действующий в соответствии с той или иной формулой, всегда должен помнить, что никакого одного-единственного по-

казателя, на основании которого он мог бы принимать решения о покупке акций, просто нет.

Индивидуальные формализованные схемы

Многие инвестиционные схемы были разработаны инвестиционными компаниями, университетами* инвестиционными консультантами, брокерскими фирмами и учеными, изучающими фондовый рынок. Одни из этих схем используются регулярно, другие были проверены на практике и забыты. Некоторые из них подробно описываются в финансовой литературе.

Не вызывает сомнений тот факт, что многие из используемых частными инвесторами и институтами схем никогда не становились достоянием гласности из-за опасений, что в случае успеха они в конечном счете утратят свою ценность. Вместе с тем весьма сомнительно, что какая-либо упрощенная система сможет когда-нибудь стать достойной заменой надежной информации, разумной диверсификации, осторожности и просто здравого смысла как необходимых факторов успеха в фондовых операциях. По крайней мере доля везения никому еще вреда не приносила.

Современная «портфельная теория»

Поступающий с финансовых рынков громадный поток информации и способность компьютеров быстро обрабатывать эту информацию привлекли пристальное внимание к современной «портфельной теории». Люди, посвятившие себя изучению этого предмета, проявили живой интерес к таким первичным концепциям, как модель определения цен основного капитала и структура оптимального портфеля инвестиций. Обычной практикой стало измерение степени риска, присущего каждому виду актива в инвестиционном портфеле, коэффициентом «бета». Этот коэффициент определяет риск каждого из «портфельных» активов относительно риска, присущего рынку данного типа активов в целом.

Подробное описание современной «портфельной теории» содержится в специальных книгах по теории и практике инвестирования, однако некоторые основные вытекающие из нее выводы мы кратко рассмотрим. Если теория верна, из нее следует, что разумной альтернативы хорошо сформированному портфелю нет. Риск и доход на капиталовложения зависят, как и всегда, от направления последующего движения рынка, однако, если путем формирования соответствующей структуры портфеля это направление угадано верно, в него можно «заложить» и риск и доход. Включение в портфель акций всего одной или двух компаний не только неразумно, но и иррационально. Нет никакой необходимости в том, чтобы принимать на себя «особый» и отраслевой риски, присущие таким небольшим портфелям. Менеджеры, предпочитающие «агрессивный» стиль управления портфелем, могут в полной мере удовлетворить свою агрессивность, формируя портфели с высоким коэффициентом «бета» из ценных бумаг, не имеющих слишком большой взаимозависимости между собой, используя финансовое «плечо» или делая и то и другое.

ИНВЕСТИЦИОННЫЕ КОМПАНИИ

Инвесторы могут приобрести участие в собственности на ценные бумаги путем покупки «пакета инвестиций». Такая покупка дает инвестору возможность пользоваться многочисленными плодами владения соответствующими ценными бумагами, а также позволяет ему снизить риск инвестиций за счет диверсификации, которой трудно достичь, не обладая значительной суммой денег. Кроме того, стоимость профессионального управления подобными пакетами инвестиционных продуктов значительно ниже платы, взимаемой за управление индивидуальными портфелями.

Существует три основных типа пакетов инвестиций, объединенных в Законе об инвестиционных компаниях 1940 г. общим термином «инвестиционные компании»: сертификат с номинальной суммой, паевой инвестиционный фонд и управленческая (инвестиционная) компания. В настоящее время первый тип имеет небольшое значение. Сертификат с номинальной стоимостью сейчас можно встретить крайне редко, а выпускают его всего несколько эмитентов (среди них наиболее заметным является компания «Investors Diversified Services^{*}»). Этот сертификат представляет собой договор, согласно которому инвестор делает единовременный платеж или, что более вероятно, периодические платежи, и по истечении определенного срока получает указанную на сертификате номинальную стоимость. Доход инвестора состоит из разницы между суммой его платежа (платежей) и номинальной стоимостью сертификата, выплачиваемой ему при погашении; компания же может выплачивать этот доход благодаря тому, что помещает средства инвестора в портфель ценных бумаг с фиксированным доходом, таких, как государственные облигации, облигации корпораций и закладные.

Паевые инвестиционные фонды, обычно называемые просто «паевыми фондами», гораздо более распространены, чем сертификаты с номинальной стоимостью. По сути они представляют собой фиксированные неуправляемые портфели ценных бумаг и позволяют инвестору получить долю в диверсифицированном портфеле за сравнительно скромную плату, обычно кратную 1000 дол. Хотя портфель паевых фондов может включать в себя самые разные ценные бумаги (государственные и корпорационные облигации, например, и даже первоклассные акции промышленных компаний), наиболь-

шей популярностью у паевых фондов пользуются муниципальные облигации. Доверительная форма собственности позволяет инвестору пользоваться всеми плодами владения крупным диверсифицированным портфелем муниципальных облигаций, вложив всего лишь несколько тысяч долларов, тогда как стандартная единица торговли этими ценными бумагами на фондовом рынке обычно стоит не менее 100 тыс. дол. только по номиналу (т.е. без накопленных процентов).

Типичный фонд с портфелем номинальной стоимостью 50 млн дол. выпускает 50 000 свидетельств пая. Как правило, выпуск дополнительных свидетельств пая не предусматривается, поэтому инвесторы, не нуждающиеся в текущем доходе или не желающие его использовать, могут реинвестировать весь причитающийся им доход на соответствующий счет, например на счет взаимного фонда денежного рынка. Большинство брокерских фирм взимает с продажи паев комиссионные — около 45 дол. с каждого пая. Стоимость паев колеблется в зависимости от текущей стоимости портфеля инвестиций в целом, которая в свою очередь определяется прежде всего процентными ставками. Повышение процентных ставок влечет за собой снижение стоимости паев, тогда как падение ставок имеет обратный эффект. Свидетельства пая являются *погашаемыми (redeemable)* ценными бумагами и при предъявлении их попечителю фонда могут быть оплачены наличными в размере стоимости чистых активов, приходящейся на каждый пай. Однако выкуп в течение короткого промежутка времени значительного числа паев ведет к самоликвидации фонда, вынужденного продавать ценные бумаги из портфеля инвестиций, чтобы получить необходимые для выплаты инвесторам суммы денег. Чтобы избежать этого, брокерские фирмы, реализующие свидетельства паев на рынке, часто сами выкупают паи и затем перепродают их другим инвесторам. Естественно, предлагаемая брокерами цена пая должна быть тесно привязана к текущей стоимости чистых активов фонда, приходящихся на один пай. В противном случае владелец пая не станет продавать его брокеру и предпочтет предъявить его к оплате непосредственно попечителю фонда.

В отличие от инвестиционных портфелей взаимных фондов портфели паевых фондов активно не управляются; к ценным бумагам, входящим в портфель, как правило, не притрагиваются до момента их погашения. Если эмитент досрочно отзывает облигации, входящие в портфель паевого фонда, у фонда обычно нет возможности заменить их другими облигациями. Следовательно, фонду приходится распределять наличность, полученную в результате погашения облигаций эмитентом, между владельцами паев. Роль брокеров в торговле паевыми фондами достаточно велика, так как они принимают активное участие в формировании фонда с учетом пожеланий инвесторов, например включают в него все застрахованные выпуски, все выпуски с рейтингом AAA или рейтингом AA или все калифорнийские выпуски. Прежде чем покупать паи в фонде, инвестору следует внимательно изучить его проспект. К сожалению, брокеры иногда злоупотребляют своим влиянием и используют фонды как свалку малопривлекательных ценных бумаг, которые трудно реализовать на открытом рынке. Другим протенциальным недостатком паевых фондов является отсутствие доступной для широких кругов инвесторов информации о ценах. Стоимость паев, как правило, можно узнать

только у продающего их брокера, хотя некоторые паи продаются через синдикат, и тогда инвестор имеет возможность получить информацию о ценах непосредственно у любого члена синдиката.

Третий тип пакета инвестиций представлен управляющими компаниями. Активно управляющие своими портфелями инвестиционные компании можно разделить на две категории: «закрытые» фонды и «открытые» фонды. Из двух разновидностей фондов первыми появились фонды «закрытого» типа — closed-end funds (называемые в Великобритании *инвестиционными трестами* — *investment trusts*). Эти фонды выпускают в обращение фиксированное число акций, которые обычно продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже и, гораздо реже, на Американской фондовой бирже и на внебиржевом рынке. Второй, и значительно более привычной разновидностью управляющих инвестиционных компаний являются «открытые фонды» (open-end funds) или «взаимные фонды» (mutual funds). Не всегда правильное употребление терминов в финансовой прессе привело к значительной путанице в понимании рядовым инвестором характерных черт ценных бумаг этих учреждений. В действительности термины «закрытый фонд» и «взаимный фонд» исключают друг друга. Тем не менее в финансовой прессе, к сожалению, вошло в привычку писать о «закрытых взаимных фондах» (closed-end mutual funds). Помимо очевидной противоречивости терминов главная опасность неправильного употребления их заключается в том, что рядовые инвесторы могут ошибаться и покупать фондовые инструменты из-за тех характеристик, которыми они в действительности не обладают.

Закрытые фонды

Эти фонды называют также «публичными инвестиционными компаниями», подчеркивая этим их отличие от более распространенных взаимных фондов. Как уже отмечалось, эти фонды выпускают в обращение фиксированное число акций, которые, как правило, не подлежат погашению (выкупу), хотя некоторые новые фонды практикуют ограниченный выкуп своих акций. Стандартной единицей торговли их акциями, как и другими котируемыми на биржах ценными бумагами, является пакет из 100 штук; акции «закрытых» фондов включаются в биржевые курсовые бюллетени. Цена на них устанавливается под влиянием спроса и предложения на аукционном рынке. Таким образом, непосредственной взаимосвязи между стоимостью чистых активов фонда в расчете на одну акцию и ценой, которую инвестор готов заплатить за нее, не существует. Это приводит к возникновению знакомой многим инвесторам в эти ценные бумаги ситуации, когда акции продаются по цене ниже приходящейся на них стоимости чистых активов. Например, теоретически стоимость акции, рассчитанная на основе стоимости соответствующего портфеля ценных бумаг, может равняться 15 дол., а продаваться она будет за 12 дол., так как инвесторы не готовы заплатить за нее больше. У покупателя может появиться возможность приобрести каждый доллар чистых активов фонда, например, за 80 центов. Однако эта возможность не имеет большого практического значения, так как реализовать дисконт в наличную прибыль фактически можно только при ликвидации фонда. Однако часто бывает, что инве-

стор, купивший акции с дисконтом, через некоторое время оказывается вынужденным продавать их с еще большим дисконтом.

Тот факт, что акции многих закрытых фондов продаются по ценам существенно ниже их действительной стоимости, создает некоторые трудности для защитников гипотез «эффективного рынка» (см. гл. 19). Из теории следует, что при наличии разницы между ценой акций фонда и ценой лежащих в ее основе ценных бумаг возникает возможность проведения арбитражных операций путем покупки акций фонда и одновременной «короткой» продажи ценных бумаг из портфеля. Однако, как уже отмечалось выше, арбитражную операцию трудно завершить. Некоторые входящие в состав портфеля ценные бумаги могут оказаться неликвидными или выпущенными в порядке частного размещения и официально не зарегистрированными. Продажа других ценных бумаг может повлечь за собой уплату больших налогов. Именно по этим причинам акции закрытых фондов часто продаются с дисконтом (скидкой).

Продажи с премией (когда рыночная цена акции превышает стоимость приходящихся на нее чистых активов фондов) для этих акций не характерны, хотя изредка и возможны. В частности, облигационные фонды иногда отличаются столь высокой доходностью, что инвесторы готовы заплатить за их акции больше, чем они действительно стоят. В некоторых случаях фонды, формирующие свои портфели из акций, например «Тайский фонд» или «Индийский фонд», позволяют инвесторам вкладывать деньги на иностранном фондовом рынке, в основном закрытом для прямых инвестиций из-за рубежа. Доходы, получаемые такими фондами, приводят к превышению рыночной цены их акций над приходящейся на каждую из них стоимостью чистых активов, однако, как показывает практика, эти премии недолговечны.

Инвесторам, рассматривающим покупку акций закрытых фондов как альтернативу участию во взаимных фондах, обычно приходится самим изучать их рынок. Большинство брокеров предпочитает не тратить время на фондовые продукты, торговля которыми не отличается большой активностью, а операции приносят сравнительно низкие комиссионные. Особенно инвесторам следует избегать покупки акций фондов при их первичном публичном размещении. Опасность заключается не только в том, что в цену предложения закладывается высокая премия (гарантийный спред), но и в возможности, если не высокой вероятности, продажи акций с дисконтом после завершения периода первичного размещения. Если ценные бумаги фонда действительно выглядят привлекательно, их тем более следует покупать с дисконтом.

Взаимные фонды

Инвестиционные компании открытого типа называются так из-за меняющейся капитализации. По мере приобретения инвесторами акций взаимного фонда его трансфертный агент выпускает новые акции, цена которых определяется текущей стоимостью чистых активов в расчете на одну акцию и суммой комиссионных, взимаемых при продаже. Если владелец акций предъявляет их к погашению, трансфертный агент выплачивает ему приходящуюся на них стоимость чистых активов и аннулирует акции. Таким образом, если

инвесторы покупают больше акций, чем погашают, число находящихся в обращении акций растет. (Погашение акций взаимных фондов по стоимости чистых активов исключает возможность их продажи с дисконтом, что нередко бывает в случае с акциями «закрытых» фондов.) Следовательно, число находящихся в обращении акций типичного взаимного фонда часто, даже ежедневно, меняется. Именно этими постоянными изменениями в капитализации объясняется употребление термина «открытый» (open end) в отношении взаимных фондов и термина «закрытый» (closed end) применительно к управляющим компаниям, которые проводят размещение своих ценных бумаг только один раз.

Акции взаимных фондов предлагаются инвесторам по стоимости приходящихся на них чистых активов или по этой стоимости с надбавкой, обычно на профессиональном жаргоне называемой «грузом» (load). Акции, предлагаемые инвесторам по стоимости чистых активов, как правило, продаются непосредственно дистрибьютером фонда, в роли которого часто выступает так называемая «кэптивная» (captive — дочерняя) организация управляющей группы, обслуживающая данный фонд. Подобные группы не занимаются взиманием комиссионных с продажи и, следовательно, все полученные от инвесторов деньги вкладывают в ценные бумаги. Они называются «фондами без груза» и быстро растут как по числу, так и по стоимости находящихся под их управлением активов. Среди наиболее известных «групп без груза» можно назвать «T. Rowe Price», «Vanguard» и «Scudder, Stevens and Clark, Inc.». Кроме того, некоторые группы, например «Fidelity Investments», предлагают инвесторам акции как фондов без «груза», так и фондов с «грузом». Инвесторы могут найти информацию относительно фондов без «груза» в рекламных объявлениях на страницах газеты «The Wall Street Journal», а также в газетах и журналах «Barron's», «Forbes», «Money Magazine» и т.д. Более подробные перечни котировок акций таких фондов готовы предоставить консультационные службы «Lipper Analytical Services» или «Morningstar Inc.».

Фонды с «грузом» более многочисленны и лучше известны в инвестиционных кругах. Они продают свои акции через агентов, взимающих комиссионные, например, через крупные брокерские фирмы и страховые компании. Средства, выделяемые этими организациями на рекламу акций, часто бывают весьма значительны. Особенно большое значение имеет тот факт, что зарегистрированные представители брокерских фирм обычно не получают плату за продажу акций фондов без «груза». Именно поэтому вероятность того, что инвестор, пожелавший приобрести акции фонда без «груза» у брокера, получит в отношении их какие-либо рекомендации и дополнительную информацию, крайне мала.

Надбавка к цене акции может варьироваться от 1—2 до 8,5%. «Груз» в размере 8,5% долгое время считался в отрасли стандартным, однако затем под давлением агрессивной конкуренции со стороны фондов без «груза» и в силу возросшей финансовой грамотности среднего инвестора начал быстро снижаться. Сейчас обычная комиссионная надбавка к стоимости акций колеблется в пределах 4,5— 5%.

Фонды, продающие свои акции с «грузом», ответили на вызов фондов без «груза» повышением некоторых сборов, которые не столь очевидны, как прямая

надбавка к стоимости, взимаемая при продаже. Некоторые фонды сократили первоначальную комиссию до 3—4%, но ввели разовый комиссионный сбор в размере 4%, взимаемый с инвестора при продаже им акций до истечения определенного срока, например, 48 месяцев с момента покупки. Часть фондов, включая и ряд фондов без «груза», пошла по другому пути. Эти фонды приняли различные формы оплаты «12b-1» (название происходит от правила Комиссии по ценным бумагам и биржам, разрешившего такую оплату), позволившие фондам оплачивать некоторые рекламные и торговые расходы самостоятельно, а не перекладывать их на дистрибьютеров, как это обычно принято делать. Эта оплата увеличивает операционные расходы фонда и, следовательно, сокращает ту сумму, которая может быть распределена между акционерами в форме дивидендов.

Несмотря на то что больших различий в деятельности фондов с «грузом» и без «груза» не обнаружено, акций фондов с «грузом» продается несколько больше. Например, в 1990 г. были проданы с комиссией акции фондов (без учета взаимных фондов денежного рынка) на сумму 90,2 млрд дол., что составляло примерно 60% от общего объема продаж акций взаимных фондов (в 1988 г. — 68%). Акции стоимостью 51,8 млрд дол.¹ были реализованы непосредственно фондами без взимания комиссионных¹.

Типы взаимных фондов

Развитие взаимных фондов как с точки зрения появления их новых форм, так и увеличения их числа, почти феноменально. В 1975 г. насчитывалось всего 390 «доходных» (ориентированных на получение дохода, а не на прирост вложенного капитала), акционерных (инвестирующих преимущественно в акции) и облигационных фондов и 36 фондов денежного рынка. К концу 1990 г. их было уже 2362 и 746 соответственно. За тот же период активы, находящиеся в управлении фондов, возросли с 45,9 до 1069,1 млрд дол. Если в эти цифры взглянуть более пристально, окажется, что в значительной мере рост взаимных фондов был достигнут за счет инвесторов, стремившихся оградить себя от риска. Из 1069,1 млрд дол. управляемых фондами активов 498 млрд дол. размещались в фондах денежного рынка и фондах, инвестировавших средства в краткосрочные муниципальные облигации. Этот факт говорит о том, что подобные фонды рассматривались многими инвесторами отчасти как альтернатива обыкновенным банковским счетам².

«Акционерные» фонды

«Акционерные» фонды можно разделить на несколько групп в соответствии с их инвестиционными целями, хотя в каждой из групп возможны значительные различия в подходах к достижению цели. Ниже мы перечислим несколько самых обычных категорий «акционерных» взаимных фондов и дадим краткое описание основных черт инвестиционной политики каждой из них:

¹ *Mutual Fund Fact Book-1991*, p. 83.

² *Mutual Fund Fact Book-1991*, pp. 74—75.

- **Фонды роста.** Целью является долгосрочный прирост капитала; фонды инвестируют средства в «акции долгосрочного роста»; состав портфеля инвестиций относительно стабилен; дивидендный доход низкий, обычно меньше 2%.
- **Фонды агрессивного роста.** Целью является быстрый прирост капитала; структура портфеля часто меняется; фонды могут использовать различные методы выбора времени покупки или продажи акций; дивидендный доход очень низок; курсы ценных бумаг в портфеле нестабильны.
- **Фонды роста и дохода.** Целью является умеренный долгосрочный прирост капитала и получение дивидендного дохода; типичный портфель состоит из акций «голубых фишек» и иногда усиливается «доходными» ценными бумагами, например конвертируемыми привилегированными акциями или облигациями либо иными приносящими высокий доход ценными бумагами; по размеру вложений инвесторов — самый популярный вид фондов, инвестирующих в акции.
- **Международные фонды.** Цель такая же, как у обыкновенных фондов роста, но капитал инвестируется в акции неамериканских компаний; в портфель часто включаются также некоторые иностранные облигации, отличающиеся необычайно высокой доходностью и/или позволяющие играть на валютных курсах.
- **Глобальные фонды.** Подобны международным фондам, однако могут покупать ценные бумаги эмитентов всего мира, включая и американских.
- **Отраслевые фонды.** Инвестиции концентрируются в узком секторе экономики, например в ценных бумагах компаний, действующих на рынке медицинских услуг, биотехнологических компаний и т.д.; стоимость портфеля постоянно колеблется, так как отрасли испытывают спады и подъемы; диверсификация портфеля достигается за счет покупки ценных бумаг разных компаний одной отраслевой группы.
- **Сбалансированные фонды.** Целью является умеренный прирост капитала и получение дохода; в отличие от фондов роста и дохода сбалансированные фонды обычно поддерживают относительно стабильные соотношение между ценными бумагами в портфеле, например 60% портфеля представлено акциями, а 40% — облигациями; дивидендный доход обычно колеблется в пределах 3—5%.
- **Специализированные фонды.** Инвестиции концентрируются в конкретном географическом регионе или в конкретной отрасли, хотя и не отличаются такой «узкой направленностью», как у отраслевых фондов; благородные металлы, энергетика и отдельные зарубежные страны являются типичными объектами инвестирования.

ОБЛИГАЦИОННЫЕ ФОНДЫ

Концепция управляемых портфелей облигаций появилась сравнительно недавно. До 60-х годов каких-либо особых методов управления портфелями ценных бумаг с фиксированным доходом практически не существовало. Участие в

портфеле муниципальных облигаций предлагалось только упомянутыми выше паевыми фондами, так как до принятия Закона о налоговой реформе 1976 г. управляющим инвестиционным компаниям запрещалось выплачивать акционерам освобожденные от налогообложения дивиденды. Популярность облигационных фондов выросла в 70—80-х годах, когда процентные ставки отличались нестабильностью и управление портфелями облигаций порой приносило доходы, сопоставимые с доходами фондов, инвестирующих в акции.

Взаимные облигационные фонды обычно различаются по типу облигаций, которые они покупают. Инвестиционными целями почти всегда являются высокий текущий доход и сохранение капитала с большим уклоном в ту или иную сторону, в зависимости от типа приобретенных ценных бумаг. Существуют, однако, три исключения: (1) фонды, инвестирующие в конвертируемые облигации, которые управляются скорее как «акционерные», нежели обычные облигационные фонды; (2) «целевые» фонды, или фонды, покупающие облигации с нулевым купоном, которые инвестируют капитал в беспроцентные ценные бумаги, погашаемые в строго определенный год; (3) фонды, вкладывающие деньги в высокодоходные («мусорные») облигации, которые фактически отказываются от сохранения капитала как инвестиционной цели и ориентированы на спекулятивные прибыли.

Инвесторам следует помнить, что портфели облигационных фондов в отличие от отдельных облигаций или портфелей паевых фондов не лежат без движения до наступления срока погашения. Их стоимость постоянно колеблется в зависимости от изменений процентных ставок, и инвестор, решивший предъявить к погашению акции облигационного фонда в период роста процентных ставок, может получить по ним стоимость чистых активов меньшую, чем она была в тот момент, когда он вкладывал средства.

- Фонды, инвестирующие в американские государственные облигации. Эти фонды акцентируют внимание на безопасности капиталовложений и получении надежного дохода; выплачиваемые ими дивиденды обычно освобождены от штатных и местных налогов; управление портфелем инвестиций может иметь характерные черты хеджирования и надписания опционов.
- Фонды, инвестирующие в ценные бумаги Правительственной национальной ипотечной ассоциации. Отличаются безопасностью основной суммы капиталовложений и более высоким по сравнению с фондами, инвестирующими в американские государственные облигации, доходом; иногда в портфели инвестиций этих фондов входят ценные бумаги, обеспеченные неделимым пулом ипотек и выпускаемые другими учреждениями, например Федеральной национальной ипотечной ассоциацией и Федеральной корпорацией жилищного ипотечного кредита.
- Фонды, инвестирующие в облигации корпораций. Обычно покупают облигации высокого «инвестиционного качества»; облигации, как правило, являются долгосрочными (со сроком 20—30 лет); отличаются более высокими доходами по сравнению с фондами, инвестирующими в государственные облигации и в ценные бумаги, обеспеченные неделимым пулом ипотек.

- Фонды, инвестирующие в краткосрочные облигации корпораций. Обычно покупают облигации высокого «инвестиционного качества» со сроками погашения, как правило, от 2 до 4 лет; целью является получение более высокого по сравнению с фондами денежного рынка дохода без той неустойчивости стоимости портфеля, которая присуща фондам, инвестирующим в долгосрочные облигации.
- Фонды, инвестирующие в конвертируемые облигации. Имеют много общего с «акционерными» фондами и, следовательно, обладают большим, по сравнению с типичными облигационными фондами, потенциалом доходности; предпочитают вкладывать капитал в конвертируемые облигации корпораций, имеющие средний рейтинг (Ввв-ВВВ), и в привилегированные акции; текущий доход обычно меньше, чем у сопоставимых обыкновенных облигационных фондов, однако потенциальная доходность, обусловленная возможностью конвертации, существенно выше.
- Международные облигационные фонды. Покупают зарубежные государственные и корпорационные облигации инвестиционного качества; имеют возможность получать более высокий, по сравнению с фондами, работающими только с американскими ценными бумагами, доход за счет разницы в валютных курсах и в экономических условиях; обычно утрачивают свое преимущество над чисто национальными облигационными фондами в периоды усиления американского доллара.
- Фонды, инвестирующие в высокодоходные облигации. Так называют «мусорные» облигационные фонды (junk bond funds); их инвестиции отличаются высоким риском, а целью является получение дохода, сопоставимого с доходами «акционерных» фондов, например, в размере от 12 до 20% годовых; сохранение первоначальной суммы вложенного капитала не является приоритетной задачей; некоторые ценные бумаги в портфеле могут быть почти неликвидными.
- Фонды, инвестирующие в муниципальные облигации. Инвестиционная цель совпадает с целью муниципальных паевых трестов, однако портфелем активно управляют, стремясь увеличить доход на капиталовложения; существует множество подобных фондов — фонды, специализирующиеся на муниципальных облигациях одного штата, на облигациях с рейтингами AAA-AA, на застрахованных облигациях, на облигациях, основная сумма и проценты по которым выплачиваются из доходов от финансируемых с их помощью проектов, и т.д.

ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

В конце 70-х годов Соединенные Штаты переживали период жестокой инфляции, сопровождавшейся необычайно высокими процентными ставками. Доходность капиталовложений в инструменты денежного рынка, например в казначейские векселя и коммерческие бумаги, достигла небывалых высот и иногда доходила до 15%. Однако эти ценные бумаги оставались для рядовых инвесторов за пределами досягаемости, так как продавались исключительно стандартными пакетами номинальной стоимостью 100 тыс. дол. и выше. Вза-

имный фонд денежного рынка (впервые появившийся в 1971 г.) объединял подобно обычным взаимным фондам средства инвесторов, однако вкладывал их исключительно в краткосрочные (как правило, со сроком менее 90 дней) инструменты денежного рынка. Это позволяло инвесторам получать доход, значительно превышавший тот, что выплачивали банки по сберегательным счетам. Огромные суммы денег уходили из банковской системы, а активы фондов денежного рынка росли как на дрожжах. К 1990 г. почти 39% активов всех взаимных фондов приходилось на фонды денежного рынка («денежные» фонды)³.

Хотя в целом фонды денежного рынка управляются подобно другим фондам (за исключением специфики, обусловленной чрезвычайной краткосрочностью ценных бумаг в портфеле), они обладают некоторыми уникальными чертами. Долларовая цена акций фонда денежного рынка фиксируется на уровне 1 дол. Таким образом, если инвестор вкладывает в фонд 10 тыс. дол., он получает 10 000 акций. За счет реинвестирования дивидендов число принадлежащих ему акций растет, однако цена каждой акции остается неизменной. Например, если средний доход фонда за год составил 6%, в конце года инвестор будет владеть 10 600 акциями, каждая из которых стоит 1 дол. Фонды поддерживают фиксированную цену акций посредством, как правило, ежедневного пересчета стоимости портфеля инвестиций на условиях «исключая дивиденд». В процессе пересчета все накопленные процентные платежи (или реализованный дисконт, например, по казначейским векселям) вычитаются из стоимости чистых активов фонда, в результате чего стоимость чистых активов в расчете на одну акцию и, следовательно, цена акции остаются равными 1 дол.

Успехи первых «денежных» фондов очень быстро привлекли внимание конкурентов. В 1975 г. было всего 36 фондов подобного типа; в 1990 г. их насчитывалось уже 508. Кроме того, функционировали 238 краткосрочных муниципальных фондов, инвестиции которых концентрировались в 1990 г. преимущественно в муниципальных краткосрочных долговых обязательствах и освобожденных от налогов муниципальных коммерческих ценных бумагах. До 1980 г. фондов такого рода не существовало⁴. Хотя эти фонды теоретически должны обладать меньшей ликвидностью по сравнению с фондами денежного рынка, практика показала, что их ликвидность в целом достаточно высока. Большинство фондов денежного рынка и муниципальных краткосрочных фондов предоставляет своим акционерам право выписывать чеки против фондовых счетов. Некоторые из фондов устанавливают минимальную сумму, на которую можно выписать чек, например, 250 дол. Результатом такой политики фондов стало формирование у части акционеров отношения к фондам как к обычным процентным банковским чековым счетам. Портфели фондов действительно обладают некоторыми чертами денег как таковых, однако инвесторам следует рассматривать свои вложения в фонд не как размещение денег на счете, а как покупку ценных бумаг. В отличие от банковских счетов инвестиции в фонды не страхуются Федеральной корпорацией

³ *Mutual Fund Fact Book-1990*, p. 17.

⁴ *Mutual Fund Fact Book-1991*, p. 75.

страхования депозитов. Вместе с тем предлагаемые некоторыми банками так называемые счета «денежного рынка» не имеют ничего общего с помещением денег в акции фонда. Они являются самыми обычными банковскими счетами. Деньги, размещенные на таких счетах, никогда не инвестируются в инструменты денежного рынка и никогда не отделяются от других банковских депозитов подобно тому, как акции денежного фонда отделяются от активов брокеров. Доходы «денежных» фондов не гарантированы и, в действительности, могут постоянно колебаться. Однако в целом высокий уровень надежности инвестиций в акции фондов наряду с доходами, почти всегда превышающими доходы по банковским счетам денежного рынка с аналогичными показателями ликвидности, делает фонды денежного рынка весьма привлекательными в глазах инвесторов, стремящихся вложить свои деньги таким образом, чтобы они, с одной стороны, всегда были «под рукой», а с другой стороны, не подвергались высокому рыночному риску.

В настоящее время существует множество различных форм «денежных» фондов. Некоторые из них пытаются максимизировать доход путем покупки высокодоходных ценных бумаг, таких, как банковские депозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Другие выходят за границу в поисках подходящих ценных бумаг, выпущенных на слабо регулируемых евროрынках. Наконец, третьи фонды по-прежнему инвестируют исключительно в американские гарантированные государством ценные бумаги.

В настоящее время «денежные» фонды являются неотъемлемым элементом рынка инвестиционных и финансовых услуг. Существуют даже институциональные «денежные» фонды, обслуживающие инвесторов, способных непосредственно покупать лежащие в основе акций фонда ценные бумаги. Кроме фондов денежного рынка, очень немногие из достижений индустрии ценных бумаг смогли произвести на инвесторов столь глубокое впечатление, что заставили их пересмотреть свое отношение к инвестированию и банковским счетам.

МЕТОДЫ ПОКУПКИ

Покупать ценные бумаги взаимных фондов можно различными способами. Наиболее распространенным является покупка акций фонда на фиксированную сумму долларов, например, на 5000 дол. Трансфертный агент фонда обязан подтвердить факт покупки и указать частичную (дробную) акцию с обычной точностью до третьего знака после запятой. Поставка акций фондов покупателям, как правило, не производится, а все выплачиваемые по ним дивиденды разрешается реинвестировать в новые акции. Хотя любой из инвесторов может иметь план реинвестирования причитающихся именно ему дивидендов, взаимные фонды предлагают обычно реинвестирование всех дивидендов, приходящихся на портфель в целом.

Большинство фондов с «грузом» практикуют уменьшение размера комиссии в том случае, если инвестор покупает акции на сумму денег, превышающую определенный установленный уровень. Суммы, начиная с которых инвестор может платить комиссионные по льготным ставкам, называются «точками перехода» (*breakpoints*). Если инвестор покупает акции на сумму,

соответствующую «точке перехода» или превышающую ее, комиссионные по льготной ставке взимаются со всей стоимости покупки, а не только с той ее части, которая превышает «точку перехода» (см. табл. 20-1). Некоторые фонды предоставляют также *права накопления (rights of accumulation)*, которые дают инвестору возможность достигать «точки перехода» путем подсчета текущей рыночной стоимости своего вклада в фонд. Эта льгота направлена прежде всего на мелких инвесторов, которые хранят верность тому или иному фонду, однако не могут позволить себе вложить в фонд сумму денег, достаточную для того, чтобы получить право на льготную комиссию. Например, предположим, что инвестор владеет акциями фонда XYZ с текущей рыночной стоимостью 8700 дол. и намерен вложить еще 1500 дол. Если за «точку перехода» в фонде принята сумма 10 000 дол., инвестор уплатит за покупку новых акций комиссию по льготной ставке, так как с учетом текущей стоимости тех акций, которые ему уже принадлежат, он, делая новый вклад, достигает «точки перехода». Естественно, инвестору не возвратят часть уплаченных им в прошлом комиссионных, однако за все последующие покупки он будет платить уменьшенную комиссию до тех пор, пока совокупная стоимость его инвестиций не достигнет следующей «точки перехода», и весь процесс начнется заново.

Таблица 20-1, Пример комиссий, взимаемых фондами с «грузом», и «точек перехода»

Сумма инвестиций (в дол.)	Комиссия в % от цены акций	Комиссия в % от стоимости чистых активов	Скидка фондовым дилерам в % от цены акций
Менее 25 000	5,00	5,26	4,50
25 000 — 99 999	4,00	4,17	3,60
100 000 — 249 999	3,25	3,36	2,93
250 000 - 499 999	2,50	2,56	2,25
500 000 - 999 999	2,00	2,04	1,80
1 000 000 - 1 999 999	1,00	1,01	0,90
2 000 000 — 4 999 999	0,50	0,50	0,45
5 000 000 и более	0,25	0,25	0,23

Акции большинства взаимных фондов можно покупать и в небольших количествах. В некоторых фондах минимальная сумма покупки составляет 1000 или 2000 дол. Однако затем в этих фондах можно приобретать акции и на гораздо меньшие суммы, например на 50 дол. и даже меньше. Другие фонды минимальной стоимости покупки не устанавливают вообще. Инвесторам обычно предлагаются схема *добровольного накопления (voluntary accumulation plan)* и *открытый счет (open account)*. Эти схемы и счета позволяют инвесторам в любое время покупать акции фонда путем пересылки по почте чека или пе-

ревода регулярных платежей с обычного чекового счета. Если инвестор приобретает акции фонда регулярно, скажем, ежемесячно, он может воспользоваться преимуществами метода *усреднения издержек в долларах (dollar cost averaging)*. Преимущество этой системы заключается в том, что средние издержки инвестора в расчете на одну акцию оказываются ниже средних по датам покупок цен одной акции.

Например, предположим, что инвестор 1-го числа каждого месяца покупает акции фонда на сумму 100 дол. В связи с тем что рыночная цена акций постоянно колеблется, инвестор на свои 100 дол. покупает больше акций, когда цена низкая, и существенно меньше, когда цена высокая. Предположим далее, что в первые четыре месяца рыночные цены акций равнялись 10, 11, 12 и 8 дол. Следовательно, в каждом из этих 4 месяцев инвестор приобрел 10; 9,09; 8,33 и 12,5 акций соответственно. Другими словами, на 400 дол. он купил 39,92 акции при средних *затратах* на одну акцию 10,02 дол. Средняя *цена* акции при этом составила 10,25 дол. Схема, однако, хорошо работает только при условии, что продолжается нормальное непрерывное развитие фондового рынка и что у инвестора хватит терпения и мужества продолжать регулярно покупать акции во время неизбежных (и пугающих) спадов, которые могут длиться месяцами и даже годами.

Инвесторам, однако, следует опасаться давать согласие на участие в так называемых «контрактных схемах», или «программах периодических платежей». Этот тип схем предполагает, что инвестор обязуется производить в фонд регулярные платежи фиксированной суммы на протяжении установленного периода, например 120 платежей в течение 10 лет. Хотя по окончании срока действия программы ее результаты могут оказаться весьма неплохими, досрочное прекращение платежей часто приводит к убыткам. Причина этого состоит в том, что большая часть суммы комиссионных за реализацию всего плана взимается в первые несколько лет. Иногда в первый год уплачивается 50% всей суммы комиссии, хотя более обычны 20%. В любом случае эта сумма достаточно велика. Федеральное законодательство содержит положения о возврате уплаченной комиссии при досрочном прекращении платежей, однако, за исключением случаев отказа от программы в самом начале ее реализации, инвесторам возвращается лишь часть удержанной суммы. Вложение средств в соответствии с такими схемами часто предлагается неопытным инвесторам, которые не знают о том, что в том же самом фонде, как правило, можно воспользоваться схемой добровольного накопления, не предусматривающей каких-либо авансовых выплат комиссии.

ТРЕБОВАНИЯ, ПРЕДЪЯВЛЯЕМЫЕ К ПРОСПЕКТАМ

Взаимные фонды постоянно проводят новые эмиссии акций. Покупатели этих акций приобретают их непосредственно у взаимного фонда, а не у предшествующего владельца, чем и отличаются от инвесторов, покупающих акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. Следовательно, всякая покупка акций взаимного фонда представляет собой приобретение акций нового выпуска и регулируется Законом о ценных бумагах 1933 г. Это означает, что любое предложение акций фонда (в том числе их реклама) должно сопровождаться прос-

пектом эмиссии. К сожалению, многие инвесторы не находят времени на то, чтобы прочитать этот информационный документ, в котором содержатся подробности относительно инвестиционной политики фонда, порядка взимания и размеров комиссии и платы за управление. Те, кто уже владеет акциями фонда, получают проспекты новых эмиссий ежегодно, однако и впервые решившимся приобрести акции фонда проспект должен предоставляться по первому требованию. С другой стороны, акции фондов «закрытого» типа продаются на вторичном рынке подобно обыкновенным акциям. Инвестор, покупая такие акции, проспекта, естественно, не получает, за исключением случаев, когда покупка совершается во время первичного размещения.

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ДОХОДА

Все инвестиционные компании получают на находящиеся в их портфелях ценные бумаги дивиденды или процентные платежи. Большинство фондов (но не все) весь полученный доход после вычета из него операционных расходов фонда (представленных, главным образом, расходами на управление, а также расходами, связанными с проспектами, юридическими и бухгалтерскими затратами и т.д.) распределяет между своими акционерами. Если фонд распределяет между акционерами не менее 90% доходов от инвестиций, он освобождается от уплаты налогов. Большинство фондов предпочитает весь или почти весь чистый доход от инвестиций выплачивать акционерам, которые в свою очередь платят с него налоги.

Фонд, получивший по итогам года чистую прибыль от торговли ценными бумагами, также передает ее в распоряжение акционеров. *Прирост капитала (capital gains)*, распределяемый между акционерами, может быть долгосрочным или краткосрочным, что зависит исключительно от того, как долго проданные ценные бумаги лежали в портфеле фонда, а не от того, как долго инвестор владел акциями самого фонда. Таким образом, инвестор, купив акции фонда на прошлой неделе, получить часть реализованного долгосрочного прироста капитала. Распределять между акционерами убытки взаимным фондам запрещено, однако они имеют право переносить убытки на будущие периоды и зачитывать их против возможных будущих прибылей.

ПОГАШЕНИЕ (ВЫКУП) АКЦИЙ

Акционеры взаимных фондов имеют право избавиться от акций, предъявив их к погашению трансфертному агенту фонда, в роли которого обычно выступает специализирующийся на подобных услугах банк. Инвестор по почте направляет трансфертному агенту свое требование погасить (выкупить) акции, приложив к нему бланк доверенности на акции с подписью, заверенной уполномоченным представителем банка, брокерской фирмы или иного финансового института. Получив такое требование, трансфертный агент ликвидирует акции, исходя из стоимости чистых активов, определенной по ценам закрытия Нью-Йоркской фондовой биржи на текущий день. Цены закрытия используются, как правило, даже в том случае, когда портфель фонда состоит из облигаций или иных ценных бумаг, не котируемых на NYSE. По

предварительному соглашению с фондом акционеры могут погасить акции (или перевести свои инвестиции в другой фонд в пределах одной группы фондов) по телефону.

Одним из нежелательных побочных последствий создания удобств для инвесторов стало появление новой субиндустрии «рыночных таймеров», которые утверждают, что могут правильно выбрать взаимный фонд для краткосрочного инвестирования. В результате управляемые портфели взаимных фондов стали покупаться и продаваться подобно лежащим в них ценным бумагам. Человек, готовый помочь инвестору в выборе фонда, обычно продает свою информацию по «горячей» телефонной линии. При этом инвестор, вероятно, наказывает самого себя, так как он уже платит менеджеру фонда за выбор объектов инвестирования. До сих пор еще не найдено убедительных подтверждений справедливости заявлений «телефонных переключателей» (в том смысле, что они «переключают» инвесторов с одного фонда на другой) и мало вероятно, что они найдутся, так как аналогичные заявления в прошлом делались и другими «специалистами» по фондовому рынку. Хотя брокеры иногда приветствуют агрессивную торговлю ценными бумагами, приносящую им дополнительные комиссионные, такая торговля редко приносит пользу самим инвесторам. Инвестиции в акции взаимных фондов всегда относились к категории «покупай и храни», и у инвесторов нет причин поступать по-другому.

В некоторых фондах погашение акций можно осуществить, пользуясь правом выписки чеков против своего вклада в фонд. Как уже отмечалось ранее, право выписки чеков обычно предоставляют фонды денежного рынка, однако иногда эту услугу предлагают и другие типы фондов. Акционер по требованию получает чековую книжку, которая позволяет ему погашать акции путем выписки чеков на любую сумму в пределах стоимости акций. Трансфертный агент ликвидирует точное число акций, соответствующее указанной в чеке сумме, и передает банку, на который выписан чек, для платежа.

Некоторые фонды изредка прибегают к особой форме погашения, называемой «погашением натурой». Эти фонды часто относятся к категории фондов агрессивного роста и привлекают к себе внимание инвесторов, стремящихся быстро получить прибыль. Некоторые из инвесторов такого рода постоянно «перепрыгивают» из фонда в фонд в погоне за максимальной прибылью. В тех случаях, когда вложенные ими суммы велики, а самих таких инвесторов много, их внезапное одновременное требование погасить акции может вынудить менеджера портфеля пойти на ликвидацию части инвестиций ради получения необходимой наличности. В результате пострадают другие инвесторы фонда, так как менеджеру обычно приходится продавать наиболее доходные ценные бумаги. Чтобы избежать этого, фонд может попытаться произвести погашение акций не наличными деньгами, а ценными бумагами из своего портфеля на соответствующую сумму.

РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФОНДОВ

Современная портфельная теория хорошо объясняет преимущества диверсификации инвестиций. По приспособленности к нуждам инвесторов и гибко-

сти у взаимных фондов на рынке инвестиционных услуг практически нет серьезных соперников. Однако заявления о превосходных результатах деятельности фондов, обусловленных профессиональным управлением, звучат гораздо менее убедительно. Блестящие результаты, показанные, например, в 80-х годах «Fidelity Magellan Fund», скрывают тот факт, что типичный управляемый портфель инвестиций часто приносит меньший доход, чем неуправляемый портфель, привязанный к какому-либо индексу, например к «Standard & Poor's 500». Другими словами, расходы на управление портфелем могут в конечном счете обратить превосходные результаты фонда в неудовлетворительные результаты для инвесторов. Многим инвесторам это нарек на то, что лучший совет — невысказанный совет. Инвесторам следует искать фонды с явно низкими издержками, в частности индексированные фонды, которые всего лишь следуют за движением фондового индекса и не пытаются ни перегнать, ни отстать от него. Рассматриваемые в долгосрочной перспективе результаты деятельности таких фондов выглядят наиболее привлекательно.

ОСНОВЫ ФОНДОВОГО ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ

Мы не стремились включить в эту книгу всестороннее рассмотрение инвестиционного анализа и формирования портфеля инвестиций, так как все это в полной мере представлено в большинстве превосходных книг, касающихся широких аспектов процесса инвестирования. Тем не менее одна из концепций, детально описанная в таких книгах, должна быть рассмотрена и на страницах нашей книги в силу своего большого практического значения. Эта концепция связана с проблемой, уже обозначенной нами в главе 19, а именно с очевидной эффективностью финансовых рынков, часто называемой «ходьбой наугад» («random walk»). Более подробный анализ «ходьбы наугад» читатели могут найти в главе 22. Эффективность рынка означает, что в ценах на фондовые инструменты отражается минимум всей доступной широким кругам инвесторов информации и, вероятно, даже вся информация, которую могут получить наиболее опытные фондовые аналитики.

Теория эффективного рынка популяризировалась многочисленными хорошо и примерно в одинаковой степени информированными инвесторами, стремящимися к максимизации прибыли. Внутренняя стоимость инвестиций может меняться и даже в некоторых случаях поддается прогнозированию с помощью непрерывного анализа на основе большого объема информации, однако цены на фондовые инструменты способны быстро приспособливаться к новым уровням и случайным образом колебаться вокруг них. Концепция «ходьбы наугад» не утверждает, что уровни цен не могут изменяться или что направление изменений не может быть предсказано, однако подчеркивает, что последовательные изменения цен независимы друг от друга.

«ХОДЬБА НАУГАД» НА ЭФФЕКТИВНОМ РЫНКЕ

Среди исследователей фондового рынка существуют разногласия в отношении степени эффективности рынка, однако все они фактически единодушны в том, что концепция эффективности является лучшим объяснением тому, почему конъюнктура рынков в действительности движется так, а не иначе.

Более того, большинство аналитиков уверены, что чем последовательней версия теории эффективного рынка, тем точнее она описывает реальное поведение рынка. Хотя до сих пор нельзя утверждать, что справедливость теории эффективного рынка полностью доказана, научных публикаций, предлагающих какую-либо лучшую концепцию объяснения поведения рынка, также не существует. Присущее брокерам и клиентам брокерских фирм нежелание признавать этот вывод легко понять. Если согласиться с тем, что рынки действительно эффективны, исследования, направленные на краткосрочное прогнозирование движения цен, оказываются в лучшем случае чрезвычайно сложными. Мало вероятно, что подобные исследования, проводимые для того, чтобы обеспечить большому числу людей достойные прибыли, могут быть успешными.

Чем больше исследований проводится и чем шире предметы этих исследований, тем меньше польза от самих исследований. Лучшее, что могут предпринять те, кто согласен с этим выводом, это сформировать портфель активов, достаточно объемный для того, чтобы устранить большинство рисков, присущих конкретным акциям или отраслям (уникальные риски), и достаточно небольшой для того, чтобы затраты на комиссию оставались на приемлемом уровне. Портфель должен быть построен таким образом, чтобы отражать исключительно тот риск, который инвестор сознательно готов принять, главным образом не устраняемый диверсификацией (системный) рыночный риск, и которым он впоследствии пытается управлять путем периодического пересмотра состава портфеля и выбраковки тех или иных ценных бумаг. Подобная политика многочисленных покупателей ценных бумаг, естественно, не может принести больших доходов брокерским фирмам, поэтому они акцентируют внимание на частоте операций по клиентским счетам, а не на извлечении прибыли для своих клиентов на основе правильного прогнозирования значительных подвижек в рыночных ценах.

Многие клиенты брокерских фирм отрицают гипотезы эффективного рынка и их математическую модель, «ходьбу наугад», несмотря на то, что очень немногие из них располагают исключительно хорошими источниками информации или владеют техническими методами, способными принести реальные результаты. Тем не менее мы вынуждены еще раз подчеркнуть, что нет никаких фактов, подтверждающих наличие лучшего подхода к торговле ценными бумагами, чем предположение, что рынок сам по себе эффективен и, следовательно, надо просто формировать хорошо диверсифицированный портфель и владеть им. Естественно, твердолобый аналитик всегда может сказать на это, что, если какой-нибудь инвестор найдет способ совершать операции с неизменно впечатляющими результатами, он вряд ли окажется настолько глуп, чтобы рассказать о нем и привлечь внимание толпы, которая воспользуется им и в конечном счете сделает его бесполезным.

Теоретики и технические аналитики фондового рынка находят концепцию эффективного рынка неудобной для себя. Если предположить, что вся наиболее значительная информация мгновенно находит свое отражение в ценах, теоретики, полагающиеся на такую информацию, вряд ли смогут узнать о стоимости что-либо такое, что еще неизвестно людям, уже осведомленным о новостях и начавшим со всей возможной быстротой действовать в

соответствии с ними. Что же касается технических аналитиков, то им можно порекомендовать в этом случае просто читать газеты и другие печатные источники новостей, так как это занятие позволит сэкономить им время. Если все новости действительно мгновенно отражаются в ценах и цены не имеют «памяти», все графики, таблицы и компьютерные банки данных можно с успехом заменить проведением спиритических сеансов.

Принимая во внимание, что поколения людей тратили время на поиски способов превращения железа в золото и эликсира молодости, а также на сжигание ведьм, неудивительно, что всегда найдется множество людей, готовых потратить жизнь на поиски новых идей и систем фондовой торговли, способных привести к быстрому и легкому обогащению. Тот факт, что есть люди, например биржевые специалисты и арбитражеры, которые умудряются в течение длительного времени делать на рынке большие деньги, вселяет надежду. Конечно, значительная часть прибылей специалистов связана с тем, что они «делают» рынок и, следовательно, пользуются своим преимуществом знания реальной ситуации на рынке, а вовсе не полагаются на какое-либо особое мнение. Арбитражеры же обладают значительным капиталом, способностью быстро и аккуратно принимать решения и передавать приказы, а также превосходными источниками благоприятной (иногда даже слишком благоприятной) информации. Значительную долю в их прибылях составляет экономия, достигнутая за счет снижения ставки комиссии и иных льгот, предоставляемых им брокерами и не доступных мелким инвесторам.

Неслучайные возможности

Есть основания утверждать, что существует так называемая неслучайная неэффективность. Значительно усложнившиеся системы учета и отчетности, налогообложения, регулирования и политический климат могут дать реальные преимущества тем, кто располагает временем для интерпретации и даже прогнозирования значения указанных факторов. Некоторые «избранные богом» аналитики способны даже выделять отдельные сложные, но устойчивые рыночные отклонения и получать на этом постоянные прибыли. Для того чтобы игра на подобных отклонениях принесла прибыли, оправдывавшие издержки и риск фондовых операций, сами отклонения должны быть неочевидными и скрытыми. Мало вероятно, что удастся обнаружить эти отклонения и извлечь из них выгоду, пользуясь исключительно упрощенными схемами фондовой торговли, такими, как продажа акций по понедельникам и покупка их по четвергам, постоянная продажа прав на приобретение дополнительных акций в начале или в конце периода предложения нового выпуска или принятие решения на основе двух линий разных цветов на графике. Такие методы следует считать заведомо ошибочными, базирующимися на слишком скудной информации или просто приводящими к скорому поражению инвестора. Более того, есть основания полагать, что прибыли, получаемые этими немногими людьми, отчасти или даже целиком обуславливаются верными решениями и интуицией инвестора, а не механизмом торговли, который он использует. С другой стороны, неоценимую помощь может ока-

зять «внутренний» источник информации, однако он, скорее всего, будет настолько незаконным, что боязнь вероятного тюремного заключения окажется больше желания воспользоваться им. Все сказанное выше не означает бесполезности рыночных исследований и говорит только о том, что эти исследования гораздо более трудны, чем принято думать.

Вероятно, наиболее сложным аспектом фондового рынка является выделение и осознание многочисленных факторов и условий, которые сказываются на ценах. Легких путей к пониманию того, как и почему изменяются цены, нет, так же как нет набора правил, следуя которым, можно быстро получить значительную прибыль на рынке. Однако динамика цен часто имеет для инвесторов гораздо большее значение, чем дивидендный доход, получаемый по акциям.

Всю совокупность факторов и условий, влияющих на рынок ценных бумаг, можно разделить на две категории. К первой категории относятся основополагающие факторы и условия, формирующиеся за пределами рынка. Именно они являются основными причинами долгосрочных изменений цен. Во вторую категорию входят так называемые технические факторы и условия, которые возникают на самом рынке и действуют непродолжительное время. Они также оказывают влияние на цены акций, вне зависимости от наличия тех или иных долгосрочных или основополагающих условий.

Эти две группы факторов иногда действуют в одном направлении, а иногда — в противоположных направлениях. Таким образом, данный рынок может быть в основном устойчивым, но технически «слабым» (характеризующимся преобладанием продавцов и снижением цен), и наоборот. Аналогично обе группы факторов одновременно могут обуславливать устойчивость или «слабость» рынка. Исследователь рынка должен всегда четко проводить различие между двумя группами факторов.

В данной главе мы рассматриваем преимущественно так называемые основополагающие факторы и условия, формирующиеся за пределами фондового рынка, которые, по мнению многих, оказывают особенно серьезное воздействие на движение цен акций. Как будет показано ниже, многие из этих основополагающих факторов в действительности имеют гораздо меньшее прямое влияние на рынок, чем обычно предполагается.

Глава 22 посвящена техническому анализу рынка, который означает исследование внутрирыночных факторов и условий, влияющих на движение цен. Фундаментальный и технический анализы очень сложны и имеют свои пределы.

ДВЕ ТЕОРИИ ФОНДОВЫХ ЦЕН

Традиционная теория фондовых цен

Издавна существует фундаментальная (ортодоксальная, традиционная) теория, объясняющая движение фондовых цен. Всю суть этой теории можно выразить одной фразой: *основной причиной движения цен на акции является ожидание изменений в доходах корпораций.*

Согласно традиционной теории, прогнозируемый результат всех изменений в основополагающих условиях — изменение в доходах корпораций, у каждой по отдельности или у группы в целом. Эти изменения в доходах в свою очередь влияют на дивиденды. Господствует убеждение, что именно доходы корпораций являются наиболее важным единичным фактором, определяющим цены на акции. Следовательно, проницательный инвестор должен правильно оценить влияние всех основополагающих условий на будущие доходы корпораций. Покупая и продавая ценные бумаги с опережением изменений в фундаментальных условиях, инвесторы «учитывают» изменения в размерах доходов корпораций до того, как они произойдут. Ожидание действительных изменений в доходах исключает возможность максимизировать прибыль.

Сторонники теории признают, что цена акций является настоящей стоимостью всех ожидаемых будущих дивидендов. Однако они понимают, что дивиденды могут выплачиваться только из доходов корпорации (за исключением ликвидационных дивидендов). Поэтому изменения в доходах меняют взгляды инвесторов на ожидаемые дивиденды и, следовательно, вполне обоснованно влияют на цены акций. Любой фактор, обуславливающий изменение в доходах отдельной компании, отрасли или экономики в целом, должен оказать воздействие на цены акций, движение которых обычно опережает фактические изменения величины доходов и дивидендов.

Это — классическая теория, объясняющая движение цен на акции. Конечно, возможны исключения, однако в общем цены акций двигаются с опережением изменений в деловой активности и прибыльности.

Теория рассматривает размер дивидендов как важный, но имеющий вторичное значение фактор. Распространено убеждение, что дивиденды должны следовать за доходами, а их величина может меняться лишь после изменения в размерах доходов.

Подводя итог, отметим, что всякие условия и ситуации, приводящие к изменению в доходах, получаемых отдельной компанией или конкретной отраслью, группой компаний или в экономике в целом, сказываются на ценах акций, которые меняются, опережая фактические изменения в величине доходов и дивидендов.

В этом состоит классическая теория, объясняющая движение цен на акции. Эти цены двигаются с опережением фактических изменений в деловой активности и прибыльности.

Теория, объясняющая фондовые цены «уверенностью»

Эта теория движения фондовых цен еще менее формализована даже по сравнению с традиционной теорией. В литературе, посвященной фондовому рынку, формального изложения теории нет. По мнению некоторых, эта теория имеет по меньшей мере такое же право на существование, как и традиционная, или ортодоксальная, теория. Вспоминая многие недавние события на рынке, можно действительно принять ее в качестве основного объяснения движения цен на акции.

Суть теории может быть выражена следующими словами: *основной фактор, определяющий движение цен на акции,— это возрастание или уменьшение уверенности инвестора в будущих ценах на акции, доходах и дивидендах.*

Эта теория может показаться лишь одним из вариантов традиционной теории, ставящей цены на акции в зависимость от доходов. В действительности эта теория принципиально отличается от традиционной, так как объясняет движение рыночных цен на основе рыночной психологии, а не статистики. К ее достоинствам относится способность объяснять многочисленные капризы рынка, не поддающиеся объяснению с помощью традиционной теории.

Теория «уверенности» отвергает сами принципы традиционной теории, которая относит к основополагающим условиям голые, объективные факты о доходах, дивидендах, уровне процентных ставок, изменениях цен, объемах производства, продаж, валового национального продукта, политических событиях и других подобных факторах. Традиционная теория основана на предположении, что решения о покупке и продаже ценных бумаг принимаются в соответствии с устоявшимися правилами и стандартами, требующими, например, продавать акции при определенных значениях отношения рыночной цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию или устанавливающими, что акции должны приносить определенный доход, соотношенный с доходом по облигациям. Следовательно, хорошо подготовленный статистик или инвестиционный эксперт вполне может предсказывать движение рынка на основе своего знания и профессиональной обработки экономической информации. Когда фундаментальные условия благоприятны, цены на акции должны повышаться в соответствии с заранее «учтенными» изменениями в величине доходов корпораций и дивидендов. Если же фундаментальные условия становятся неблагоприятными, цены на акции будут снижаться, опять же в соответствии с «учетом» указанных изменений.

Сторонники теории «уверенности» не могут согласиться со столь механистической теорией рынка. Они полагают, что рынок не в состоянии с достаточной высокой степенью точности реагировать на статистическую и экономическую информацию, и уверены, что беспристрастность реакции рынка как на хорошие, так и плохие новости часто бывает весьма сомнительна. Кроме того, они считают, что показатели уровней цен на акции, такие, как отношения рыночных цен акций к чистым прибылям компаний в расчете на одну акцию и доходности акций, пребывают в постоянном движении; иногда они слишком высоки, иногда — чрезмерно низки, но крайне редко — неизменны. Наконец, сторонники теории «уверенности» считают, что до сих пор не потеряла своей актуальности очень старая аксиома — «от рынка можно ожидать всего».

Согласно теории «уверенности», если достаточное число участников рынка и инвесторов оптимистично настроено в отношении фундаментальных условий или перспектив отдельной компании, они покупают акции. Если они настроены сверхоптимистично, они будут покупать акции до тех пор, пока цены на них не достигнут непозволительных с точки зрения нормальных уровней цен, доходов и дивидендов высот. Напротив, когда среди инвесторов преобладает пессимизм, они продают акции вне зависимости от фактических основных условий. Если пессимизм становится чрезмерным, инве-

сторы выбрасывают акции на рынок до тех пор, пока цены на них не упадут до абсолютно немислимых с точки зрения нормальных стандартов уровней. По теории, покупатели и продавцы ценных бумаг являются сторонниками крайних взглядов, настроение которых меняется от чрезмерного оптимизма до преувеличенного пессимизма. Подобно некоему ставшему притчей во языцах судьбе с Юга, они часто ошибаются, но никогда не сомневаются.

На основе теории «уверенности» можно объяснить формирование и развитие многих рынков «быков» и «медведей», которое невозможно понять, оставаясь на позициях традиционной теории. Теория «уверенности» дает объяснение рынку «медведей» накануне значительного улучшения экономических условий и рынку «быков» в преддверии неблагоприятных изменений в экономике. Она позволяет понять падение цен на акции в период повышения доходов корпораций, и наоборот.

Хотя можно привести массу примеров движения цен фондового рынка в соответствии с теорией «уверенности», лучшую иллюстрацию, чем рынок «медведей» 1946 г., найти сложно. В то время фундаментальные условия были благоприятными: объем валового национального продукта возрастал; контроль за ценами отменили, в результате чего розничные и оптовые цены пошли вверх; доходы корпораций и дивиденды росли. Тем не менее фондовые спекулянты были настроены пессимистично. Среди инвесторов преобладало мнение, что в ближайшем будущем в соответствии с прошлым опытом следует ожидать послевоенной депрессии. Акции активно выбрасывались на рынок, что дважды, в августе и сентябре, приводило к серьезным перерывам в работе биржевых рынков. В итоге цены упали так низко, что их уровень начала 1946 г. был вновь достигнут лишь в 1950 г. 1947 год стал «годом депрессии, которая так и не наступила». Экономические условия продолжали почти непрерывно улучшаться до конца 1948 г. В 1946 г. инвесторы и биржевые торговцы потеряли «уверенность» в рынке. Они ошиблись в отношении фактов, однако смогли серьезно подорвать рынок.

Рынок «быков» 1985—1986 гг. вновь подтвердил справедливость теории «уверенности». Фундаментальные условия были крайне неблагоприятны: американские производители столкнулись с жесточайшей иностранной конкуренцией; процентные ставки хотя и несколько понизились по сравнению с недавними рекордами, но продолжали оставаться на весьма высоком уровне; доллар укреплялся относительно других валют, что способствовало формированию неблагоприятного торгового баланса страны; громадный дефицит федерального бюджета продолжал увеличиваться; товарные цены были низки; темпы развития американской экономики отнюдь не впечатляли. Тем не менее объем торговли на фондовом рынке рос почти вертикально. В 1991 г. в Соединенных Штатах резко выросло число безработных, усилилась конкуренция со стороны объединенной Европы, а дефицит федерального бюджета достиг новой рекордно высокой отметки. Одновременно наблюдались дефициты бюджетов отдельных штатов, округов и городов. Многие крупные компании сообщили о рекордных убытках, некоторые из них были вынуждены искать защиты от кредиторов в судах по банкротствам. В газетах продолжали мелькать сообщения о скандалах, связанных со многими финансовыми институтами. Тем не менее, несмотря на непрерывный поток плохих экономических новостей, цены фондового рынка достигли новых высот.

Трудность измерения степени «уверенности» публики в рынке еще больше усложняет анализ фондового рынка. Многие инвесторы, совершающие сделки в соответствии с анализом технических условий рынка и неоднократно пытавшиеся различными способами измерить степень «уверенности», часто достигают весьма далеких от желаемых результатов. Однако многие инвесторы продолжают свято верить в традиционную теорию. Ее очевидная конкретность и неограниченные возможности в обработке первичного статистического материала создают ей славу реалистичной теории, что имеет в глазах инвесторов немалый вес. Однако последователи традиционной теории часто бывают ошеломлены и в немалой степени изумлены, когда их точные расчеты не приносят тех благоприятных результатов, в которых они были абсолютно уверены.

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ УСЛОВИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСТВА

Природа фундаментальных условий

К фундаментальным условиям относят те сформировавшиеся за пределами самого рынка экономические и политические факторы, которые, по мнению многих, определяют основные тенденции на рынках отдельных акций, групп акций или на фондовом рынке в целом. Эти условия можно разделить на две группы: (1) фундаментальные условия предпринимательства, или экономические условия, и (2) политические фундаментальные условия. На рынке всегда присутствует множество торговцев и инвесторов, и каждый из них стремится прогнозировать тенденцию движения цен. Их суждения о господствующей тенденции базируются главным образом на их оценках влияния на цены фундаментальных условий. Если большинство инвесторов уверены, что фундаментальные условия благоприятны, акции активно скупаются, а их цены растут; если мнение инвесторов противоположно, акции, наоборот, продаются, а их цены падают.

Неудивительно, что сопоставления фондовых индексов с показателями экономической активности, такими, как объем валового национального продукта или индекс объема промышленного производства, указывают на взаимосвязь между направлением движения цен фондового рынка и состоянием экономики. Цены на акции, как правило, растут, когда экономика динамично развивается, и падают, когда экономика переживает спад; однако изменения цен на отдельные акции и группы акций могут существенно различаться между собой, так как они отражают особенности положения конкретных компаний.

Попытки установить взаимосвязь между ценами акций и разнообразными специфическими экономическими индикаторами оказались не слишком успешными. Движение цен фондового рынка иногда опережало некоторые показатели экономической активности, а иногда — отставало от них. Время опережения или запаздывания может варьироваться в значительных пределах. Если же рассматривать взаимодействие цен и экономических показателей в течение продолжительного периода, то единственным верным выводом можно считать то, что движение цен на акции обычно опережает движе-

ние других показателей. Однако этот вывод мало утешает тех, кто стремится прогнозировать цены фондового рынка на основе изменений в показателях деловой активности; им, скорее всего, можно посоветовать заняться прогнозированием цикла деловой активности на основе изучения движения цен на акции.

Доходы

Согласно традиционной теории фондовых цен, доходы, или прибыли, корпораций являются наиболее важным особым фундаментальным фактором, влияющим на цены акций. Участники рынка и инвесторы покупают и продают акции, исходя преимущественно из ожидаемых доходов корпораций. В результате цены на акции должны «учитывать» или предвосхищать изменения в величине доходов. Это предположение имеет хорошее теоретическое обоснование. Акции покупаются ради достижения двух целей: (1) переоценки их стоимости и (2) доходности. Увеличение с течением времени доходов корпорации ведет к переоценке рыночной стоимости акций. Доходность же акций определяется соотношением между дивидендами и рыночной ценой. Акция может приносить своему держателю доход только в том случае, если компания часть заработанной прибыли распределяет в форме дивидендов. Таким образом, переоценка стоимости акции и ее доходность определяются величиной доходов корпорации-эмитента.

Согласно теории, тот факт, что доходы могут быть удержаны компанией или распределены между акционерами, большого значения не имеет. У акционера в любом случае образуется доход. Если компания значительную часть прибыли реинвестирует, она развивается, а это развитие влечет за собой увеличение будущих доходов и, следовательно, будущих дивидендов и цен на акции. Значительная доля нераспределенной прибыли может служить признаком того, что компания располагает возможностью выгодно вложить средства; в противном случае она бы их не реинвестировала. Хотя реинвестиции прибылей, как правило, означают небольшие дивиденды, акционер остается вполне довольным: он чувствует, что владеет «акциями роста», поскольку именно политика реинвестиций считается верным признаком роста компании.

Хотя, противники этой теории всегда готовы возразить, что реинвестированные прибыли могут оказаться убыточными вложениями или принести слишком небольшой доход, сторонники теории эти аргументы не воспринимают. Они уверены, что на основании изучения управления компанией в прошлом можно судить о ее деятельности в будущем. Рассчитывая некоторые соотношения, такие, как отношение прибыли к собственному капиталу компании, инвестированному капиталу и объему реализации, они постоянно измеряют уровень квалификации менеджмента. До тех пор пока соотношение прибыли с другими показателями остается благоприятным, они сохраняют уверенность в том, что реинвестированные прибыли также будут приносить прибыль.

Однако на практике цены акций не всегда имеют высокую степень корреляции с доходами. Иногда курсы акций могут расти существенно быстрее доходов; возможно и отставание роста курса от роста доходов. В некоторых

случаях цены акций и размеры доходов вообще движутся в противоположных направлениях. Таким образом, даже если опытный инвестор сможет правильно предсказать тенденцию изменения доходов, это еще не является гарантией успеха в предсказании движения цен на акции.

Даже беглое сопоставление среднего показателя курсов акций промышленных компаний Dow Jones с доходами в расчете на каждую из акций, входящих в представительный список для калькуляции этого показателя, часто показывает слабую корреляцию между ценами акций и доходами, которые нередко на протяжении длительного времени вообще движутся в противоположных направлениях. Хотя имеются все основания прийти к выводу о том, что доходы, вероятно, являются наиболее важным долгосрочным фундаментальным фактором, определяющим динамику фондовых цен, полностью полагаться на эту взаимосвязь в процессе принятия краткосрочных инвестиционных решений нельзя. При объяснении движения цен с позиций теории «уверенности» следует хорошо понимать, что влияние доходов отражается в ценах случайным образом и может быть переоценено или, напротив, недооценено, а сами цены на акции могут вполне двигаться в направлении, противоположном движению доходов, и временная продолжительность такого движения подвержена значительным колебаниям.

Отсутствие тесной взаимозависимости между фондовыми ценами и доходами легко объяснить. Движение цен на акции, рассмотренное на протяжении длительного периода, проявляет четкую тенденцию к опережению изменений в доходах. Следовательно, сообщения о росте или падении доходов приходят слишком поздно для того, чтобы повлиять на движение цен на фондовом рынке. Проведя исчерпывающее изучение статистических показателей цикла деловой активности, Национальное бюро экономических исследований обнаружило, что рыночные цены обыкновенных акций в своем движении проявляют тенденцию к опережению поворотных точек цикла деловой активности в среднем на 5–6 месяцев, однако действительное время опережения может меняться в очень широких пределах. На основании того же исследования был сделан вывод, что движение цен фондового рынка в 75% случаев предвосхищало поворотные точки экономического цикла¹.

Отношение рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли в расчете на одну акцию

Одним из наиболее часто используемых показателей взаимосвязи между ценами акций и доходами корпораций является отношение рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли в расчете на одну акцию, которое получают путем деления текущей рыночной цены акции на годовой доход корпорации в расчете на одну акцию. Например, данная акция продается по цене 60 дол., а чистая прибыль корпорации в расчете на одну акцию равна 5 дол. Про такую акцию говорят, что она продается по отношению цены к чистой прибыли как 12 : 1. Если прибыль корпорации останется на прежнем уровне, а цена акции поднимется до 70 дол., акция будет продаваться в отношении 14: 1.

¹ G.H. Moore, *Business Cycles, Inflation, and Forecasting*, Published for the National Bureau of Economy Research, Inc. by Ballinger Publishing Company, Cambridge, MA. 1983.

Этот показатель издавна использовался для измерения значений рыночных цен акций. Много лет назад отношение 10:1 было стандартным, поэтому покупка акций с таким или меньшим отношением рассматривалась как надежная инвестиция. В настоящее время стандарты изменились, и инвесторы в своих решениях значительно меньше руководствуются отношением рыночной цены акции компании к чистой прибыли в расчете на одну акцию. Изменчивость таких отношений заставляет все большее число аналитиков приходиться к заключению, что они почти или вовсе не имеют под собой каких-либо разумных оснований.

Можно предположить, что данные акции или группа акций должны всегда продаваться по приблизительно неизменному отношению цены к чистой прибыли. При этом появляется возможность определить действительную «внутреннюю» стоимость этих акций или группы акций. Если прибыли растут, цены акций также должны расти таким образом, чтобы отношение цены и чистой прибыли в расчете на одну акцию оставалось неизменным; если прибыли падают, то и цены акций должны падать.

На протяжении 55 лет, с 1935 по 1990 г., среднее отношение цен акций, включенных в представительный список для калькуляции среднего показателя курсов акций промышленных компаний Dow Jones, к чистым прибылям эмитентов составляет 15:1. Однако значение этого отношения постоянно меняется в очень широком диапазоне. В 1980—1990 гг. среднее отношение по акциям промышленных компаний, для которых рассчитывается средний показатель Dow Jones, менялось от 6 : 1 до свыше 130 : 1. Отношение 130 : 1 в 1982 г. было явным отклонением от нормы, вызванным чрезвычайно низкими прибылями компаний в целом и чистыми убытками некоторых фирм, которые значительно исказили значение отношения.

Отношение рыночной цены к чистой прибыли в расчете на одну акцию является показателем, четко фиксирующим достижение рынком «быков» своего пика или рынком «медведей» своего дна. Например, во время господства на рынке «бычьих» настроений в 1929 г. отношение по акциям промышленных компаний из представительного списка среднего показателя Dow Jones достигло 19 : 1. В 1938 г. это отношение возросло до свыше 25 : 1; в начале 1946 г. оно было 20 : 1. В 1961 г. оно достигло 23 : 1 и не превышало этот уровень вплоть до 1982 г., когда подпрыгнуло до 100 : 1.

На рынке «медведей» 1941—1942 гг. было зафиксировано отношение 9:1. В 1949 г. оно опускалось до 7 : 1, а во время не очень глубокого спада на рынке 1953 г. стояло на уровне 10:1. После того как отношение в 1975 и 1976 гг. устанавливалось на уровне чуть больше 11 : 1, в 1977 г. оно вновь упало до 10:1 и оставалось таким на протяжении всего периода высокой инфляции вплоть до невероятно стремительного взлета в 1982 г. (что не отражало действительной ситуации на рынке). Значение отношения оставалось чрезвычайно высоким на протяжении почти всего 1983 г., но затем вновь вернулось к более привычному уровню, составляя в 1984—1990 гг. в среднем 14 : 1². Согласно теории, объясняющей цены фондового рынка «уверенностью» ин-

² Хорошим источником информации о том, какие изменения за долгие годы претерпело среднее значение отношения рыночной цены акций промышленных компаний из списка «Dow Jones» к их чистым прибылям в расчете на одну акцию, является: *The Business One Irwin Handbook 1991*, edited by Phyllis S. Pierce, Business One Irwin, Homewood, IL.

весторов, подобный размах колебаний отношения абсолютно логичен. Во время господства на рынке повышательной тенденции покупатели акций настроены весьма оптимистично и приобретают акции до тех пор, пока значение отношения не окажется очень высоким, практически всегда больше 15 : 1. На рынках «медведей» для инвесторов, напротив, характерен крайний пессимизм, и они продают акции, сбивая отношение до очень низкого уровня, обычно меньше 10 : 1 для акций промышленных компаний, по которым рассчитывается средний показатель Dow Jones.

Отношения рыночных цен акций к чистым прибылям компаний в расчете на одну акцию следует калькулировать по отдельным группам акций. Как уже указывалось, среднее значение отношения для 30 акций промышленных компаний, по которым рассчитывается средний показатель курсов Dow Jones, в течение длительного времени равнялось 14 : 1. Для ярко выраженных «акций роста», например акций фармацевтических компаний, отношения обычно существенно выше. Они часто продаются по отношению 20 : 1 и даже 25 : 1. Консервативное практическое правило гласит, что «акции роста» обычно не следует покупать, если они продаются по отношению больше 20 : 1, и в любом случае отношение 25 : 1 должно считаться абсолютным верхним пределом. Изредка инвесторы покупают акции по отношениям, значительно превышающим указанные. Например, в 1961 г. акции IBM продавались по своему рекордному курсу 607 дол., что в 80 раз превышало объявленные годовые чистые прибыли компании в расчете на одну акцию в размере 7,60 дол.

Высокое значение рассматриваемого отношения представляется вполне оправданным и для компаний, демонстрирующих умеренный рост, но отличающихся высокой стабильностью в зарабатывании прибыли, например компании по производству продуктов питания. Однако для акций таких компаний по сравнению с ярко выраженными «акциями роста» характерно более низкое значение отношения, равное в среднем 15 : 1. С другой стороны, акции компаний, действующих в отраслях, подверженных значительным циклическим колебаниям, например в автомобильной или сталелитейной промышленности, обычно продаются по отношению 10 : 1, много лет назад считавшемуся традиционным признаком надежности инвестиций.

Разница между отношениями рыночных цен акций к чистым прибылям компаний в расчете на одну акцию в высшей и низшей точках фондового цикла может быть весьма велика. Кроме того, заметные различия между значениями отношений для отдельных акций обуславливаются фактором роста, различиями в размерах и менеджменте компаний, в тенденциях изменения прибыльности, в финансовом положении и текущем спросе на акции.

Дивиденды

В традиционной теории цен фондового рынка дивиденды считаются вторым по значению после доходов, основным, фундаментальным фактором, определяющим цены акций. Действительно, многие инвесторы склонны в наше время придавать в определении «внутренней» стоимости акций этому фактору такое же большое значение, как и доходам. Некоторые из них считают фактор дивидендов даже более важным по сравнению с доходами. В защиту

своей позиции они приводят различные аргументы. Один из аргументов состоит в том, что дивиденды материальны и конкретны. Они регулярно выплачиваются и представляются акционерам реальными активами. С выплатой дивидендов исчезает опасность убыточности, ненужной растраты или низкой рентабельности реинвестированных компанией доходов, так как акционеры уже получили их в наличной форме. Отношение инвесторов к дивидендам можно охарактеризовать старой поговоркой: «Лучше синица в руке, чем журавль в небе». Другой причиной предпочтения инвесторами дивидендов нераспределенной прибыли является то, что настоящая стоимость дивидендов для акционера больше стоимости будущих дивидендных доходов, даже если у него есть все основания полагать, что он их получит.

Наименьшее значение дивиденды имеют в случае инвестиций в «акции роста», когда гораздо важнее будущая переоценка рыночной стоимости акций, могущая в конечном счете принести инвестору прибыль, существенно превышающую дивидендный доход. Компания роста в состоянии использовать полученную прибыль более продуктивно, чем акционер, которому в случае ее распределения придется подыскивать для дивидендов альтернативные объекты инвестирования. Кроме того, акционер реально сможет инвестировать меньшую сумму дивидендов, чем он получит, поскольку выплаченные дивиденды облагаются налогом, в то время как развивающаяся компания, напротив, всегда имеет возможность привлечь дополнительные необходимые для ее роста средства со стороны по вполне приемлемой цене. Как правило, компании роста не могут наращивать свои активы исключительно за счет реинвестирования прибылей, даже если они выплачивают незначительные текущие дивиденды или не выплачивают их вовсе.

Размер дивидендов в расчете на одну акцию варьируется в столь широких пределах, что возникают сомнения в его аналитическом значении. Более того, дивиденды неточно и непоследовательно отражают прибыли корпораций. Были времена, когда прибыли компаний росли существенно быстрее выплачиваемых дивидендов, или, наоборот, рост прибылей заметно отставал от роста дивидендов.

Вместе с тем редакторы газет, пытаясь объяснить повседневные колебания курсов отдельных акций, неизменно среди всех факторов наибольшее значение придают новостям о размерах дивидендов.

Доходность акций

Одним из способов изучения изменений в размере дивидендов является расчет доходности акций. Доходность акций калькулируется путем деления суммы дивидендов за год на текущую рыночную цену акции. Одним из способов определения годовой суммы дивидендов является сложение дивидендов за последние четыре квартала.

Доходность акций, подобно отношению рыночных цен акций к чистым прибылям компаний в расчете на одну акцию, является одним из простейших индикаторов достижения рынком «быков» своего пика, а рынком «медведей» — своего дна. На каждом из рынков «быков» с 1929 по 1990 г. доходность акций во время пика была близка к 3%, а в самых низких точках рын-

ков «медведей» за тот же период составляла от 7 до 10%. Средняя доходность акций промышленных компаний, по которым рассчитывается средний показатель Dow Jones, все это время колебалась вокруг 5%.

Акции разных эмитентов заметно отличаются по своей доходности. Доходность некоторых «акций роста», например компаний «Toys' R Us» и «Procter & Gamble», долгое время остается на уровне 3%, тогда как для других акций характерна постоянная доходность 6%. Различия в доходности объясняются очень многими факторами: ростом компаний, их положением в отрасли, размерами, менеджментом, стабильностью и динамикой прибылей, дивидендной политикой, возможностями привлечения нового капитала, возрастом компаний, популярностью акций среди инвесторов и риском вложений в них капитала. Кроме того, необходимо упомянуть еще один фактор. Неуверенность в отношении способности компании продолжать выплачивать дивиденды по текущей норме часто становится причиной высокой доходности акций, даже если речь идет о прочных, пользующихся хорошей репутацией компаниях.

В заключение отметим, что доходность акций представляет собой еще один полезный инструмент оценки этих ценных бумаг. Однако нельзя забывать, что она заметно варьируется, в зависимости от фазы фондового цикла и эмитента. Рассмотренная за длительный период времени, она позволяет определить, завышена или занижена цена акций в данный момент. Инвестору следует четко отличать дивидендный доход на акцию от совокупного дохода на акцию.

«Сплиты» акций и дивиденды

«Сплиты» *р* дивиденды на акции часто влияют на цены акций. Несмотря на то что в результате «сплита» богатство акционеров не увеличивается, среди них немало таких, кто уверен в стимулирующем воздействии «сплита» на цену. Некоторые видят свою выгоду в том, что уровень наличных дивидендов в расчете на одну акцию после «сплита» остается прежним или даже увеличивается, однако дивиденды выплачиваются на большее число акций. Противники этого вывода обычно подчеркивают, что в форме дивидендов распределяется большая сумма прибыли, поэтому возросшая стоимость обусловливается возросшей суммой полученной наличности, а не увеличением числа акций. Некоторые инвесторы полагают, что «сплиты» и дивиденды *на* акции снижают цены на акции до того уровня, когда акции начинают пользоваться повышенным спросом, и именно это ведет в конечном счете к повышению их цены. Другие указывают, что более низкая цена акций с уменьшенным номиналом приводит к увеличению разницы курсов спроса и предложения и иных транзакционных издержек, в результате чего реальная чистая выгода от «сплита» сводится к нулю. «Сплиты» могут также приводить к повышению цены акций в связи с общепринятым мнением, что вслед за «сплитом» должны появиться новости о хороших прибылях компании и дивидендах. Если это действительно так, возросшие цены на акции, естественно, оправдываются ожиданиями более высоких доходов, а не «сплитом» как таковым.

Процентные ставки

Человечество потратило массу времени на изучение взаимосвязи между ценами фондового рынка и процентными ставками. Вызывают ли изменения процентных ставок изменения в ценах на акции? Предшествуют ли изменения процентных ставок изменениям в ценах акций или фондовый рынок хорошо справляется со своей функцией «учета» и, следовательно, предвосхищает изменение процентных ставок? Если последнее положение справедливо, инвестору лучше просто наблюдать за фондовым рынком и процентными ставками по брокерским кредитам, нежели пытаться угадать направление движения цен фондового рынка на основе анализа изменений в федеральных резервных фондах, учетных ставках и доходности казначейских векселей. Результаты исследований взаимосвязи между ценами акций и процентными ставками оказались обескураживающими. Некоторые исследователи попытались доказать взаимосвязь с позиций той или иной теории. Одна из теорий состоит в том, что «дешевые» деньги означают возможность получить средства для фондовых спекуляций под вполне приемлемые проценты. Спекулянты занимают большие суммы денег под низкие проценты и делают крупные прибыли на владении акциями за счет разницы между доходностью акций и стоимостью денег до востребования; следовательно, цены на акции под влиянием спроса повышаются. Напротив, когда процентные ставки высоки и наблюдается нехватка денег до востребования, спекулянты, из-за обременительных условий кредитования и отсутствия выгоды в покупке акций «на марже», предпочитают не пользоваться ссудами; следовательно, цены на акции падают.

Более распространена теория, утверждающая, что высокие процентные ставки мешают компаниям зарабатывать прибыль, достаточную для того, чтобы «перекрыть» высокую стоимость привлеченного ссудного капитала, в результате чего интерес к акциям компаний падает и инвесторы предпочитают помещать свои средства в высокодоходные долговые инструменты, при любых обстоятельствах отличающиеся меньшим инвестиционным риском.

Некоторые из изучающих данную проблему пришли к выводу, что изменения в процентных ставках должны предшествовать изменениям в ценах акций. Так, Леонард М. Айрес, исследовавший 25 циклов деловой активности за 100 с небольшим лет, обнаружил, что в фазе роста экономической активности процентные ставки достигают самой низкой отметки примерно за 12 месяцев до того, как устанавливаются самые высокие цены на фондовом рынке; в понижительной фазе цикла самый высокий уровень процентных ставок устанавливается за четыре месяца до фиксации самого низкого уровня цен на фондовом рынке³. Однако выводы Айреса не подтвердились более поздними исследованиями.

До Айреса тщательное изучение общепринятой в то время теории о том, что циклические колебания спекулятивной активности порождаются колебаниями процентных ставок, провели Оуэне и Хэрди. Они констатировали: «Наш вывод состоит в том, что ни экономический анализ, ни исторический подход не позволили обнаружить какие-либо факты, подтверждающие спра-

³ L.M. Ayres, *Turning Points in Business Cycles* (New York: Macmillan, 1940), p. 67.

ведливость общепринятой теории»⁴. Они также указали: «Подводя итог, можно отметить, что информация, относящаяся к обеим фазам цикла, однозначно подтверждает наличие выраженной тенденции запаздывания движения процентных ставок по сравнению с движением цен фондового рынка как во время подъема, так и спада деловой активности, причем продолжительность лага составляет около 12 месяцев»⁵. Позднее Мур обнаружил, что движение цен акций промышленных компаний предшествует движению банковских ставок по ссудам с лагом около $9\frac{1}{2}$ месяца, что приблизительно совпадает с данными Оуэнса и Хэрди⁶. Вывод еще одного признанного авторитета в области фондового рынка гласит: «Прямой корреляции между процентными ставками и ценами акций не наблюдается»⁷.

Высокие процентные ставки не всегда мешают фондовым спекуляциям. Так, они были весьма высоки в 1928 г. и в начале 1929 г. — их уровень был самым высоким с 1920 г. — однако именно в это время рынок «быков» почти достиг своей кульминации. Другой пример: процентные ставки росли на протяжении 1954—1955 гг., однако активность на фондовом рынке оставалась очень высокой. Высокие цены на акции наблюдались в начале 60-х, в конце 70-х и в середине 80-х годов, когда процентные ставки также были высоки.

Доходность акций и облигаций

Многие исследователи фондового рынка придают большое значение отношению между доходностью акций и облигаций. Их внимание к этому отношению объясняется уверенностью в том, что разница между ними оказывает заметное влияние на курсы акций. Когда доходность акций значительно превышает доходность облигаций, некоторые инвесторы хранят уже принадлежащие им акции и по мере поступления дополнительных средств инвестируют их также в акции. Очевидно, что это ведет к повышению цен акций. С другой стороны, когда разница в доходности акций и облигаций невелика, инвесторы испытывают сомнения по поводу целесообразности вложений в акции и обращают свое внимание на облигации, так как незначительная разница в доходности не компенсирует дополнительного риска. Обычно небольшой или отрицательный спред между доходностью акций и облигаций интерпретируется как показатель преобладания на рынке «медвежьих» настроений.

В начале XX в. разница в доходности двух фондовых инструментов была невелика: как правило, доходность акций слегка превышала доходность облигаций. В 1928 г. они были равны, а в 1929 г. доходность акций упала ниже доходности облигаций и оставалась такой до тех пор, пока не были преодолены последствия биржевого краха. Со времен биржевого краха значение сопоставления доходности как метода прогнозирования оказалось под со-

⁴ R. N. Owens and C. O. Hardy, *Interest Rates and Stock Speculation* (Washington, DC: The Brookings Institution, 1930), p. vii.

⁵ *Ibid.*, p. 98.

⁶ Moore, *op. cit.*, p. 57.

⁷ Joseph Mindell, *The Stock Market* (New York: B. C. Forbes, 1948), p. 130.

мнением, может быть, отчасти из-за того, что этот фактор затерялся среди множества других соображений. В период между 1938 г. и 1959 г. доходность акций превышала доходность облигаций, хотя разница между ними постоянно варьировалась. С 1959 г. доходность акций неизменно превышает доходность облигаций. В течение обоих продолжительных периодов времени фондовый рынок неоднократно бывал и «бычьим» и «медвежьим».

Показатели доходности могут быть еще больше конкретизированы. Некоторые участники фондового рынка полагают, что изменения в величине разницы между доходностью облигаций с высоким и низким инвестиционным рейтингом имеют прогнозное значение, так как могут свидетельствовать о росте или падении уверенности инвесторов в будущем рынка. Другие инвесторы с той же целью следят за соотношением доходности дешевых и дорогих акций⁸.

Товарные цены

Существует чисто теоретическое обоснование влияния товарных цен как показателей инфляции и дефляции на цены фондового рынка. Во многих торговых и промышленных компаниях товарно-материальные запасы играют заметную роль в определении величины прибылей. Рост цен означает, что товарные запасы могут быть распроданы по более высоким ценам по сравнению с теми, по которым они закупались, особенно когда между закупкой и продажей товаров проходит много времени. Снижение цен означает, что товарные запасы должны принести убытки. Во время депрессии 30-х годов многие рассматривали акции как хорошие объекты для инвестиций в связи с возможным инфляционным ростом товарных цен. По той же причине большой интерес к акциям возникал в период роста цен после второй мировой войны и в первые месяцы войны в Корее.

Некоторые люди видят в обыкновенных акциях инструмент защиты от инфляции, причем не только из-за того, что цены на акции растут вместе с повышением уровня товарных цен, но и из-за того, что в период инфляции прибыли корпораций и дивиденды растут равными с инфляцией темпами или даже опережают ее. Таким образом, акционеры застрахованы от падения реальной стоимости (покупательной силы) своего дохода в долларах. Многие корпорации имеют весьма значительные фиксированные обязательства, такие, как арендные и процентные платежи, а также дивидендные платежи по привилегированным акциям. Поскольку эти расходы корпораций постоянны, весь прирост чистого дохода, полученный до наступления времени этих платежей, переходит в распоряжение владельцев обыкновенных акций.

Насколько инфляция окажется выгодной для акционеров, зависит от многих условий. Вероятность получения дополнительных доходов благодаря инфляции у акционеров промышленных компаний больше, чем у акционеров компаний коммунального хозяйства, так как цены на продукцию и услуги компаний коммунального сектора регулируются государственными органами. Городские транспортные компании очень сильно пострадали из-за инфляции

⁸ Текущая информация по этим и многим другим популярным показателям публикуется на страницах *Barron's Market Laboratory*.

во время первой мировой войны. Акции железнодорожных компаний показали себя с худшей стороны в период высокой инфляции 1913—1920 гг., когда увеличение затрат этих компаний происходило быстрее, чем росли их доходы.

Одной из трудностей приобретения акций в ожидании усиления инфляции является то, что чрезвычайно тяжело прогнозировать саму инфляцию. Во время депрессии 30-х годов люди опасались того, что государство, придерживаясь политики дефицитного финансирования и принимая ряд других вынужденных инфляционных мер, в конечном счете спровоцирует резкий взлет цен; многие тогда покупали акции. Однако, несмотря на государственную политику, темпы инфляции не увеличились, так как страна в то время обладала значительными производственными мощностями и трудовыми ресурсами, большая часть которых не использовалась. Все способы вызвать инфляцию, включая «накачку» денежной массы в экономику, просто не работали.

Во время второй мировой войны в стране действовали чрезвычайно мощные инфляционные факторы; однако такого роста цен, какой можно было предположить, исходя из объемов банковского кредита, денежной массы в обращении и дефицитного финансирования, не наблюдалось. Инвесторы, купившие в 1941 г. акции в надежде хорошо заработать на влиянии инфляционного роста товарных цен на курсы акций, жестоко просчитались. Товарные цены за период военных действий в самом деле выросли, и особенно заметно — после упразднения контроля за ценами, однако эта инфляция фактически не отразилась на ценах фондового рынка.

История биржевой торговли изобилует примерами отсутствия корреляции между ценами на акции и товарными ценами. С 1923 по 1929 г. оптовые цены на товары в целом отличались высокой стабильностью, демонстрируя лишь едва заметную тенденцию к снижению. В то же время фондовый рынок переживал настоящий бум, и цены акций неудержимо росли. Вместе с тем товарные цены повышались в 1940—1942 гг., а цены фондового рынка при этом падали. Весной 1946 г. был отменен контроль за товарными ценами, в результате чего начался их устойчивый рост, продолжавшийся два года, вплоть до середины 1948 г. Цены на акции начали, напротив, падать почти с того же самого дня 1946 г., когда цены на товары стали подниматься; они резко «просели» в августе и до конца года успели снизиться весьма значительно. Другими словами, спад на фондовом рынке 1946 г. случился точно в то время, когда действие инфляционных факторов, порожденных второй мировой войной, было особенно сильным.

К январю 1951 г. инфляционное влияние корейской войны было в основном преодолено. Цены товарного рынка начали постепенно снижаться и продолжали свое снижение до середины 1955 г. За это время цены акций промышленных компаний удвоились. Рекордные темпы инфляции 70-х годов окончательно убедили многих аналитиков в том, что рост товарных цен может сопровождаться падением цен на акции, так как увеличивающиеся производственные издержки приводят к снижению прибылей корпораций из-за того, что повышение цен на готовую продукцию отстает от увеличения некоторых видов затрат, в частности на рабочую силу. Кроме того, возросшие затраты на приобретение нового оборудования часто превышают суммы на-

копленных амортизационных отчислений, что является серьезной проблемой в некоторых отраслях.

Весьма заметный взлет цен фондового рынка 1985—1991 гг. сопровождался в целом депрессивным состоянием товарного рынка. Зерно, соевые бобы, мясо, сахар, какао и многие другие товары продавались по ценам, далеким от рекордно высоких уровней, а прежде высокие цены на металлы резко упали и пребывали в летаргии.

Непоследовательность реакции фондовых цен на движение цен товарных рынков еще больше усугубляет смущение аналитиков, так как исторически движение цен фондового рынка в целом опережало движение цен на товары в среднем на несколько месяцев. Следовательно, напрашивается вывод, что полагаться на товарные цены как показатель движения цен на акции весьма опрометчиво и, возможно, бесполезно.

Валовой национальный продукт

В течение ряда лет, особенно в годы после второй мировой войны, в изучении макроэкономических условий большое значение имела статистическая концепция валового национального продукта (ВНП). ВНП является денежным выражением совокупности готовой продукции и услуг, произведенных в стране за отчетный период; он также показывает сумму затрат страны в целом. Участники фондового рынка неоднократно пытались установить корреляцию между ценами акций и объемом ВНП в целях выработки механизма прогнозирования цен фондового рынка, однако все попытки оказались безуспешными. Увеличение объема ВНП часто сопровождалось падением курсов акций, и, наоборот, при сокращении объема ВНП цены на акции росли. Кроме того, при резких изменениях в одном из этих двух показателей второй показатель нередко оставался неизменным. Попытки использовать в целях прогнозирования движения фондовых цен таких элементов ВНП, как национальный, личный или личный располагаемый доходы, также оказались безуспешными.

Другие экономические показатели

В литературе, касающейся инвестиционной тематики, подробно рассматривались многие экономические показатели. Многочисленные исследователи фондового рынка неоднократно предпринимали попытки найти такой экономический индикатор, на основе которого можно было бы с большой точностью прогнозировать ситуацию на фондовом рынке. Задача усложнялась в связи с тем, что цены фондового рынка, вероятно, сами относятся к опережающим индикаторам. Тем, кто до сих пор не оставил надежды обнаружить «опережающий» фондовый рынок экономический индикатор, можно посоветовать начать с изучения показателей, которые Департамент торговли США признает опережающими индикаторами и публикует в своем ежемесячном издании «Business Conditions Digest».

Еще сравнительно недавно особой популярностью среди аналитиков рынка ценных бумаг пользовались такие опережающие индикаторы, как показате-

ли занятости, изменения объемов товарно-материальных запасов и изменения денежной массы. Огромное внимание уделялось изменениям банковской ставки кредитов первоклассным заемщикам, хотя долгое время считалось, что этот показатель относится скорее к «запаздывающим», нежели к опережающим индикаторам. Учитывая, что цены фондового рынка сами являются одним из важнейших среди 12 опережающих индикаторов, представляется гораздо более разумным предсказывать ставку кредитов первоклассным заемщикам на основе изменения этих цен, а не наоборот.

Среди других показателей, которым часто придается большое значение, упомянем федеральные резервные фонды, объемы коммерческого и промышленного кредитования, фонды денежного рынка, деятельность взаимных фондов и показатели ликвидности.

Забастовки

Проверенная временем аксиома Уолл-стрит гласит: «Никогда не продавай акции, услышав новости о забастовках». Исторический анализ доказал справедливость этой аксиомы в целом, хотя имеются и некоторые исключения. Распространено мнение, что любые временные падения фондовых цен следует игнорировать, так как после завершения забастовки цены быстро возвращаются на прежний уровень. В большинстве случаев общая тенденция движения фондовых цен под влиянием забастовок не нарушается, поэтому для продажи ценных бумаг нет веских причин. Теория игнорирования забастовок строится на двух аргументах. Во-первых, ущерб от забастовки, выражающийся в снижении объемов производства, продаж и прибылей, полностью компенсируется после завершения забастовки, когда отрасль вновь начинает нормально работать. Например, нормальная загрузка производственных мощностей до забастовки в сталелитейной промышленности может не превышать 80%; после прекращения забастовки заводы начинают работать почти на полную мощность и за несколько месяцев полностью компенсируют ущерб от забастовки, а затем вновь возвращаются на дозабастовочный уровень загрузки мощностей. Во-вторых, производители и предприятия оптовой и розничной торговли на момент начала забастовки обычно располагают достаточными товарно-материальными запасами. Запасов хватает на один или два месяца, они распродаются с нормальной прибылью, и объем продаж не снижается. После прекращения забастовки запасы возобновляются.

За последние годы экономика с завидным хладнокровием пережила забастовки в таких отраслях, как сталелитейная, угольная и автомобильная промышленность. Для этих отраслей характерно наличие очень больших производственных мощностей, которые при полной загрузке позволяют легко удовлетворить накопившийся спрос вскоре после урегулирования отношений с забастовщиками. Фактически эти отрасли часто испытывают сезонные спады производства, и забастовка всего лишь уменьшает глубину очередного сезонного спада. Средства массовой информации, комментируя забастовки, обычно много внимания уделяют потерям в заработной плате и объеме производства. Однако сезонные и циклические спады имеют те же самые последствия. Этот факт хорошо объясняет, почему руководители предприятий

и трудящиеся часто тратят много времени на подписание новых договоров об оплате труда.

ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПОЛИТИЧЕСКИЕ ФАКТОРЫ

К политическим фундаментальным факторам относят те события в сфере управления обществом и государственной политики, которые влияют на фондовые цены. В последние полвека политические факторы стали играть огромную роль в экономической жизни страны. За это время в некоторых отраслях резко возросла степень государственного регулирования и контроля, тогда как в других отраслях государственный контроль был существенно ослаблен. Как усиление, так и ослабление государственного регулирования оказали значительное влияние на прибыльность отдельных компаний и даже целых отраслей экономики. Ужесточение или ослабление регулирования не всегда имеет однозначно негативные или однозначно позитивные последствия. Некоторые находят влияние усиления регулирования на предпринимательство удушающим, однако дерегулирование порой приводит к столь ожесточенной конкуренции, что многим участникам рынка приходится довольствоваться мизерной прибылью.

Политика в области государственных расходов и налогообложения оказала огромное влияние на условия хозяйствования. Регулирование кредитной системы достигло небывалых в истории страны масштабов. Федеральное правительство превратилось в крупнейшего в США предпринимателя, работодателя и потребителя. Даже налоговая политика отдельных штатов сейчас способна сильно сказываться на прибыльности некоторых компаний или отраслей.

Роль военного фактора

Роль военного фактора после 1939 г. как одного из фундаментальных факторов политического характера трудно переоценить. В период с 1939 по 1945 г. этот фактор оказывал преобладающее влияние на весь мир. Его воздействие, охватывающее экономику страны в целом, естественно, сильно отражалось на фондовом рынке (более подробно оно было рассмотрено в гл. 5). После окончания второй мировой войны США страдали от послевоенной инфляции и переживали экономический бум. Темпы хозяйственного развития начали сокращаться лишь в 1948 и 1949 гг., однако начало корейской войны предотвратило экономический спад. Корейская война оказала в высшей степени стимулирующее влияние на экономику страны. После исчерпания конфликта расходы федерального правительства остались на прежнем высоком уровне и даже увеличились в связи с войной во Вьетнаме.

Война относится к числу непрогнозируемых событий, однако, будучи объявленной, часто оказывает непредсказуемое и ярко выраженное влияние на фондовый рынок. Она еще более усложняет те трудности, с которыми сталкивается фондовый аналитик, пытающийся прогнозировать изменения фондовых цен на основе изучения нормальных колебаний в экономической системе.

Другие фундаментальные факторы политического характера

Одним из важнейших политических факторов, влияющих на фондовый рынок, стал президент Соединенных Штатов Америки. Его послания к конгрессу, если они не «учтены» рынком заранее, имеют огромное значение, так как содержат рекомендации относительно новых налогов, мер по стимулированию экономического развития, помощи иностранным государствам, бюджета, программы поддержки фермеров, политики в области государственного сектора экономики, программы строительства дорог, расходов на оборону и т.д. От программ государственных расходов сильно зависят многие отрасли производства, например авиастроение. Даже внеочередные заседания конгресса способны оказать на фондовый рынок весьма заметное воздействие. Очень тщательно изучается влияние на фондовый рынок выборов. Хотя всегда предполагалось, что президентские выборы должны породить состояние неопределенности на фондовом рынке, характеризующееся «медвежьим» эффектом, большинство выборов президента в XX в. сопровождалось ростом активности и цен фондового рынка. Политические убийства, покушения на политические убийства и серьезное ухудшение состояния здоровья президента обычно, как показывает практика, имеют мощное «медвежье» влияние на фондовый рынок.

Часто большое влияние на фондовый рынок оказывают решения конгресса. В связи с тем что конгресс контролирует бюджет федерального правительства, участники фондового рынка пристально следят за его законодательными актами по вопросам налогообложения, программ стимулирования экономического развития, помощи иностранным государствам, расходов на оборону и т.д.

На фондовый рынок влияют своими действиями и различные государственные агентства. Решения о предельных тарифах на услуги и продукцию сказываются на прибылях железнодорожных компаний и компаний коммунального сектора. Антимонопольные действия часто приводят к падению курсов акций тех компаний, против которых они направлены. Слияния корпораций могут получить или не получить одобрение правительства. В последние годы особенно велико было влияние на рынок решений Совета управляющих ФРС. Его действия по регулированию размера первоначальной маржи часто угнетали или, напротив, стимулировали фондовую активность. Еще большее значение имеет контроль Совета управляющих ФРС над банковской и кредитной системами, который затрагивает не только кредитную и инвестиционную политику всех коммерческих банков страны, но и все предприятия, пользующиеся банковскими кредитами. Попытки Совета управляющих стабилизировать и контролировать национальную экономику определенным образом отражаются на экономической жизни всей страны. Фондовый рынок должен оценить эти попытки. Вне зависимости от успеха этих попыток и их рыночных оценок они так или иначе найдут свое отражение на фондовом рынке.

Решения Верховного суда и судов низших инстанций «учитываются» рынком только в том случае, когда они непосредственно сказываются на финансовом положении отдельной компании или отрасли.

Осторожному инвестору или участнику фондового рынка следует всегда с должным вниманием относиться к новым событиям политического характера и пытаться оценивать их с позиции возможной реакции фондового рынка. Инвестор не может игнорировать политические события точно так же, как он не может не обратить внимание на последние отчеты корпораций о прибылях⁹.

⁹ Серьезный аналитик фондового рынка всегда располагает огромным объемом информации относительно отдельных компаний, отраслей, финансовых рынков и государственных налоговых, кредитно-денежных и иных мер, затрагивающих инвестиционный процесс. Превосходный список подобных источников информации представлен в книге: John D. Finnerty, *Corporate Financial Analysis* (New York: McGraw-Hill, 1986), pp. 527–538.

ТЕХНИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ ФОНДОВЫХ ЦЕН

Хотя техническим анализом как методом «точной настройки» в определении времени совершения фондовых операций часто пользуются люди, причисляющие себя к «фундаменталистам» (т.е. изучающие рыночную конъюнктуру на основе общеэкономических и политических показателей и факторов), наибольшее значение он имеет для тех, кто инвестирует исходя из той или иной интерпретации краткосрочных колебаний фондовых цен. Немногие из форм фондовых спекуляций базируются на более иллюзорных основаниях или могут иметь более тяжелые для инвестора последствия, чем торговля с целью получения краткосрочной прибыли, оправдывающей затраты времени, денег и то напряжение, которое испытывает при этом инвестор.

ХАРАКТЕР ТЕХНИЧЕСКОГО АНАЛИЗА

Технический анализ фондовых рынков часто рассматривают в отрыве от анализа фундаментальных условий и факторов. Однако полностью изолировать один подход к изучению рынка от другого крайне трудно. Технические аналитики обычно знают о влиянии фундаментальных факторов и учитывают его. «Фундаменталисты» также располагают информацией об уровнях фондовых цен, направлении их последних колебаний и объеме торговли на рынке и также принимают ее во внимание.

По сути, «фундаменталисты» акцентируют внимание преимущественно на движении рынка в целом, определяемом фундаментальными экономическими и политическими условиями, т.е. факторами, находящимися за пределами самого рынка. Действия некоторых из них не выходят за пределы того, чтобы просто покупать диверсифицированные портфели акций с удовлетворительным уровнем риска, когда ожидается повышение цен на рынке, а если предполагается достаточно продолжительный и глубокий спад, «перекрывающий» издержки ликвидации и возможного последующего восстановления позиций, распродавать их и покидать рынок. Другие «фундаменталисты» пытаются увеличить свои прибыли путем определения относительных инвестиционных качеств акций отдельных компаний и отраслей. Они стремятся установить «внутреннюю» стоимость акций или то, что они называют

«действительной стоимостью». Обычно они интересуются размером совокупного дохода на акцию за относительно длительный промежуток времени, тщательно рассчитывая дивидендный доход и ожидаемое повышение рыночной цены акции.

Технический аналитик, напротив, обычно является краткосрочным инвестором. Его главный и часто единственный интерес состоит в приростах капитала, независимо от того, реализует ли он их за день, за неделю, за месяц или за более продолжительный период времени. В расчет принимаются преимущественно или исключительно «технические» факторы колебаний цен. Это те факторы, которые генерируются самим рынком, в отличие от фундаментальных условий, которые складываются в значительной мере или полностью за пределами рынка. Технические условия возникают в результате рыночной деятельности и столкновения интересов как профессионалов фондового рынка, так и инвесторов-любителей.

Технические аналитики изучают фондовый рынок в целом или рынки отдельных ценных бумаг, а не внешние факторы, которые, например, определяют спрос и предложение на продукцию, производимую компаниями. Они уверены, что люди «делают» рынки, и люди не склонны резко менять свое поведение, а следовательно, в сходных условиях они будут действовать сходным образом. Они также не сомневаются в том, что изучение статистической информации о рыночных трансакциях позволяет прогнозировать направление движения цен и что рынок несет в себе достаточно много неслучайных и предсказуемых элементов, делающих такое изучение в конечном счете выгодным.

«Фундаменталисты» полагают, что всегда существует информация, еще не известная другим и никем не использованная, и такую информацию о рынке, отраслях или деятельности отдельных компаний можно выделить, количественно измерить и на этой основе открыть для себя возможности получения прибылей. Другими словами, они уверены, что акции могут продаваться по ценам, существенно завышенным или заниженным по сравнению со «справедливыми» уровнями из-за того, что рынок еще не успел правильно оценить ту информацию, которую уже обнаружил и использовал «фундаменталист».

Технические аналитики считают, что фундаментальный анализ в лучшем случае неэффективен, а в худшем — просто бесполезен. Существует слишком много влияющих на стоимость компании факторов, столь краткосрочных, что «фундаменталист» едва успевает их заметить. «Фундаменталисты» ошибаются не только из-за того, что они могут иметь дело с неверными фактами или неверно оценить и интерпретировать значение каждого из них, но и из-за того, что они вынуждены анализировать постоянно меняющуюся информацию, когда непрерывно появляются новые факты, а старые факты утрачивают свое значение. Даже если «фундаменталисту» удастся выделить всю достоверную информацию и правильно оценить ее, его задача решена только наполовину. Ему необходимо угадать реакцию людей на эту информацию, когда она станет общедоступной, и здесь «фундаменталисту» очень легко ошибиться. Люди не всегда начинают покупать акции, узнав о хороших прибылях компании или о высоких дивидендах, и также не всегда они продают

акции, услышав о забастовках. Их реакция на информацию может оказаться прямо противоположной ожиданиям «фундаменталиста» или не последовать вообще.

Легко объяснить, почему технический подход, несмотря на все связанные с ним высокие транзакционные и иные издержки, весьма популярен среди участников торговли ценными бумагами. Большинство таких участников торговли пользуется ограниченной информацией, касающейся в некоторых случаях только фондовых цен или цен и объема торговли. Такую информацию легко получить, обработать и использовать. Появление специальных калькуляторов и дешевых компьютеров еще более упростило процесс технического анализа. При этом пессимист, конечно, не упустит возможности заметить (и, возможно, справедливо), что широкое применение подобного оборудования фактически делает в основном эффективный рынок еще более эффективным и, следовательно, проведение действительно полезного анализа становится все более трудным и даже невозможным процессом. На это технический аналитик отвечает, что он изучает отношение людей к рынку, их рыночное поведение и именно поэтому его статистические модели применимы ко всему, что продается и покупается. То, что было применимо к торговле акциями 50 лет назад, может быть с большой пользой применено в наши дни к торговле обращающимися на бирже опционами на акции или индексными опционами. Кроме того, для многих технических аналитиков занятия анализом являются интересным и приятным времяпрепровождением.

Полное описание методов технического анализа можно дать только в многотомном издании, поэтому мы ограничимся кратким обзором. Все методы, представленные и не представленные в этой книге, являются попытками быстрого и относительно несложного прогнозирования цен на основе рыночной статистики прошедших периодов. Технические подходы могут быть классифицированы различными способами. Общепринятым является разделение всех методов технического анализа на две группы: методы, которые предназначены для анализа рынка с четко выраженной тенденцией, и методы, пригодные для анализа неактивного (вялого) рынка. Естественно, аналитику необходимо определить, с каким рынком ему предстоит иметь дело, для чего ему придется использовать специально разработанные для этого методы.

Методы технического анализа можно также разделить на четыре категории: (1) «фигуры» на графиках цен; (2) методы следования за трендом; (3) анализ характера рынка; (4) структурные теории. Ниже мы представим тем читателям, которые не верят в теорию эффективного рынка или предпочитают игнорировать ее, наиболее известные примеры из каждой категории.

«ФИГУРЫ» НА ГРАФИКАХ ЦЕН

Этот подход к техническому анализу является старейшим и наиболее хорошо известным. Он основывается на предположении, что повторяющиеся «фигуры» на графике цен свидетельствуют о близком значительном изменении цен. В начале нашего столетия ценность графиков считалась доказанной тем, что с их помощью удавалось успешно идентифицировать пулы, пытав-

шиеся тайно манипулировать ценами фондового рынка. После законодательного запрещения пулов чартисты (специалисты по программированию биржевой конъюнктуры путем построения графиков), не желающие расставаться со своим ремеслом, заявили, что они могут выявлять изменения в рыночной психологии и на этой основе прогнозировать движение цен.

Столбиковые диаграммы

Построители столбиковых диаграмм обычно по горизонтальной оси графика откладывают время, а по вертикальной — цену. Цена указывается вертикальной линией, соответствующей на графике определенному периоду времени (дню, неделе, месяцу или любому другому периоду времени, представляющемуся чартисту значимым). Длина линии показывает амплитуду колебаний цены за выбранный период (от самой высокой до самой низкой). Иногда, если чартист уверен в необходимости этого, он делает на графике отметки «тиков» (разовых изменений цены), указывающих цены открытия и закрытия рынка. Рисунок, соответствующий каждому последующему периоду времени, наносится на график правее рисунка предшествующего периода. Некоторые чартисты указывают на своих графиках дополнительные сведения, например объем торговли, либо помечают важнейшие новости, могущие быть причиной необычных изменений цен.

Вариантов построения столбиковых диаграмм существует множество. Некоторые чартисты вместо амплитуд цены отмечают на графике только цены закрытия, другие дополнительно помечают на диаграммах амплитуды цены точку полусуммы крайних значений либо просто указывают только эти точки.

Некоторые чартисты находят полезным построение относительных графиков, известных в среде технических аналитиков под названием «графики в полулогарифмическом масштабе». Построить такой график без специальной статистической подготовки очень трудно. Огромным преимуществом этих графиков является то, что они показывают темпы изменения цены, а не изменения ее абсолютных значений. Например, если курс акции растет на 10% в год, на относительном графике будет видна прямая линия тренда. Если на одном графике фиксируется движение цен двух акций и курс одной из них растет более быстрыми темпами, соответствующая этой акции линия будет более крутой. Если принципы построения относительных графиков понятны, их преимущества в проведении квалифицированного анализа неоспоримы. И при этом для понимания этих графиков вовсе не требуется знание высшей математики или логарифмов.

Когда у участника фондового рынка накапливается достаточный объем статистической информации, он начинает изучать «фигуры», которые, по мнению чартистов, имеют значение, либо те «фигуры», в значимости которых он убедился самостоятельно.

Графики «точек и значков»

На графиках «точек и значков» обозначаются только изменения цены и больше ничего. Промежуток времени, за который одно значение цены сменяется

другим, во внимание не принимается. Кроме того, в отличие от тех, кто строит столбиковые диаграммы, работающие с графиками «точек и значков» чартисты не придают значения объему торговли. Перед тем как начать строить график, чартист должен решить, какие из колебаний цены считать значительными. Это могут быть совсем незначительные подвижки цены на $\frac{x}{r}\%$ пункта, а могут быть и изменения на 2—3 дол. в расчете на одну акцию. Каждая клетка на графической бумаге представляет выбранную величину изменения. Всякий раз, когда цена возрастает на установленную величину, в соответствующей клетке ставится значок «х», означающий данное изменение цены. До тех пор пока цена продолжает расти, на графике появляются новые значки «х», каждый из которых ставится строго над предыдущим. Если цена падает на установленную величину, чартист открывает следующий столбик на графике и рисует «х» ниже предыдущего значения. Говорят, что с этого момента рынок «пошел в обратном направлении», поэтому графики «точек и значков» иногда называют *«графиками точек поворота»* (*reversal charts*). Ради повышения наглядности графиков многие чартисты отмечают повышения цены значками «х», а понижения — значками «о». Иногда, если рыночная цена в течение одного дня превышала предыдущее высшее значение и падала ниже предыдущего низшего значения на величину, достаточную для регистрации минимального изменения в обоих направлениях, это приводит к проблемам при построении графика. Преодолевая это затруднение, многие составители графиков «точек и значков» не учитывают точки поворота, пройденные ценой в течение одного дня. Для облегчения понимания графической информации чартисты часто ежедневно, еженедельно или ежемесячно отмечают на графике цены закрытия.

Чартист, проявляющий интерес к чрезвычайно краткосрочным изменениям цены, может регистрировать на графике изменения, равные всего лишь $\frac{x}{r}$ пункта. Если речь идет об активных акциях, то в некоторые дни, когда торговля ведется особенно активно, на графике может появиться много столбиков. Технический аналитик, отслеживающий только долгосрочные тенденции движения цен, напротив, отмечает на графике исключительно изменения цены на 3 дол., в результате чего небольшой график может отражать весьма продолжительную историю движения цены данных акций.

Чартисты, тратящие все свои силы и время на построение графиков «точек и значков», искренне верят, что они способны предсказывать не только потенциальные* повороты тенденции движения цен, но время, в течение которого новая тенденция будет господствовать. В своих предсказаниях они основываются на том, что часто называют *«подсчетом»* (*the count*). Короче говоря, они уверены, что продолжительность горизонтального перемещения на графике указывает на величину будущего подъема или падения. Горизонтальные перемещения также являются «зонами поддержки», если конъюнктура в ближайшем будущем будет повышаться, и «зонами сопротивления», если конъюнктура начнет падать. Некоторые участники рынка реагируют на достижение каждого нового наибольшего или наименьшего значения цены, однако большинство старается избегать чрезмерной частоты совершения операций, желая получать информацию о приближении точек перегиба линии тенденции, которые в свою очередь надо определить. Наиболее часто это достигает-

ся путем измерения степени наклона линии: когда степень крутизны подъема или падения превышает установленную, это считается признаком приближающегося перелома тенденции. Графики «точек и значков» предназначены для анализа рынков с четко выраженной тенденцией, поэтому необходимо проводить отсеивание незначительных колебаний в направлении тенденции; однако некоторые полагают, что остающиеся после отсеивания сигналы, подаваемые графиком, являются слишком запоздалыми для того, чтобы инвестор успел воспользоваться ими и получить прибыль. На рис. 22-1 показаны столбиковая диаграмма и график «точек и значков», представляющие одни и те же колебания цены за один и тот же период времени.

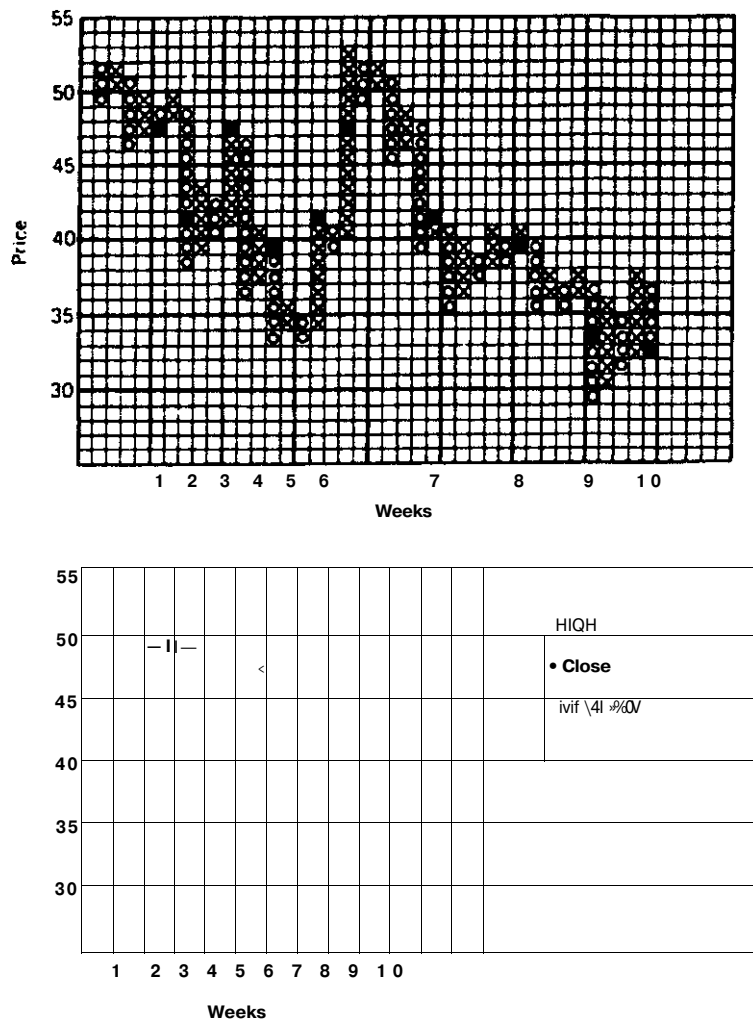


Рис. 22-1. График «точек и значков» и столбиковая диаграмма, (а) График «точек и значков», построенный за 10 недель: каждый «х» или «о» представляет изменение цены на один пункт; (б) столбиковая диаграмма за те же 10 недель.

Формы графиков

Иногда складывается впечатление, что сколько чартистов, столько и различных форм графиков. Одни формы присущи только столбиковым диаграммам, другие — только графикам «точек и значков», третьи — обоим видам графиков. Для того чтобы дать некоторое представление о многообразии форм, которые может принимать график, мы приводим их небольшой перечень:

вершина в форме «голова и плечи»	дно в форме «голова и плечи»
«двойная вершина»	«тройная вершина»
«двойное дно»	«тройное дно»
«прямоугольник»	«ромб»
«растущий клин»	«падающий клин»
«флаг»	«вымпел»
«гребешок и блюдце»	
«обычный, или локальный, разрыв»	«продолжающийся, или нарастающий, разрыв»
«рычаг с опорой»	«сложный рычаг с опорой»
типичная V-образная форма	расширенная V-образная форма
«перевернутая V»	«перевернутая расширенная V»
«расширяющаяся вершина»	«расширяющееся дно»
«дремлющее дно»	«прямоугольный треугольник»
«поднимающийся треугольник»	«опускающийся треугольник»
«разрыв «истощения»	«изолированный поворот»
«двойная линия тренда»	«канал тренда»
«промежуточная понижательная тенденция»	«основная понижательная тенденция»
«главный канал тренда»	«спираль, или виток»
«комплексная вершина»	«запоздалый конец»
перевернутая фигура «голова и плечи»	«двойная горизонталь»
перевернутый «рычаг с опорой»	перевернутый «сложный рычаг с опорой»
перевернутое «блюдце»	

В своих непрерывных попытках обнаружить что-либо, что будет «работать», некоторые чартисты обратили внимание даже на «изображение подсвечника», который применялся японскими торговцами рисом еще сотни лет назад. Это также один из способов ежедневного графического отображения цен, используемый для идентификации «фигур», имеющих, по предположению, прогнозное значение. Соответствующие ценам точки могут образовывать две параллельные линии, которые называют «основанием подсвечника». Считается, что форма графика может указывать на приближающийся поворот тенденции вверх или вниз или свидетельствовать о том, что цены будут колебаться в небольшом диапазоне. Люди, верящие в успех попыток найти «предвосхищающие рынок формы», должны представлять себе такие формы гра-

фика, как «молоточки», «крутящиеся волчки», различные виды «голубей», включая и «голубей с длинными ногами», «стрекоза» и «могильный камень». Признаками приближения рынка «медведей» считаются такие фигуры, как «люди на виселице», «темные облака на небе» и «заваливающиеся линии». На скорое изменение тенденции на рынке указывают три фигуры «вечерней звезды над рекой» или три «Будды».

Многие из подобных технических методов анализа преимущественно распространены среди людей, занятых торговлей фьючерсами, а не акциями, поскольку именно для них в большей степени характерна краткосрочная направленность. Для того чтобы получить представление о других формах графиков, познакомиться с наглядным изображением вышеупомянутых графиков и узнать о различных интерпретациях графической информации, мы советуем нашим читателям обратиться к одной из множества книг и статей, посвященных построению, использованию и интерпретации графиков¹.

Значение графических «фигур»

Участникам рынка, полагающимся в своих действиях на графики и им подобные методы, нет нужды трудиться столь напряженно, как «фундаменталистам». Им не требуется даже самостоятельно чертить графики, так как их всегда готовы за символическую плату или бесплатно предоставить консультационные службы или брокеры, особенно те, с которыми участники рынка работают постоянно. Известно достаточно много примеров инвесторов, которые пользовались графиками и получали прибыль столь часто, что это нельзя объяснить чистым везением.

Противники графиков убеждены в том, что изучение графиков — это не более чем культовый ритуал, так как график рассказывает лишь о том, каким был рынок, но ничего не говорит о направлении движения конъюнктуры рынка. Успех некоторых чартистов они объясняют не построенными и изученными ими* графиками, а их личной интуицией и способностью верно судить о состоянии рынка. Знание действительно успешных прогнозирующих рынок графических «фигур» очень быстро становится достоянием столь многих чартистов, что они сначала изрекают «самосбывающиеся» пророчества, а в конечном счете устраивают себе «графические ловушки» и просто упрекают друг друга в ошибках.

Хотя во многих книгах по статистике подробно описываются способы построения графиков, ни в одной из них не содержится строгих статистических данных о том, что графики могут помочь чартисту получить со временем

¹ Среди массы книг, касающихся различных аспектов графиков цен, можно выделить следующие: R.D. Edwards and John Magee, Jr., *Technical Analysis of Stock Trends* (5th ed., Springfield, MA: John Magee, 1966); William Jiler, *How Charts Can help You in the Stock Market* (New York: Commodity Research Publications, 1961); Martin J. Pring, *Technical Analysis Explained* (26 ed., New York: McGraw-Hill, 1985); Alexander Wheelan, *Study Helps in Point and Figure Technique* (New York: Morgan, Roberts and Roberts, 1962); William F. Eng, *The Technical Analysis of Stocks, Options, & Futures* (Chicago, IL: Probus Pub., 1988); A.W. Cohen, *Technical Indicators Analysis by Point and Figure Technique* (Larmon, NY: Chartcraft, 1970) и Thomas A. Meyers, *The Technical Analysis Course* (Chicago, IL: Probus Pub., 1989). Людям, интересующимся графиками применительно к торговле товарными фьючерсами, можно порекомендовать обратиться к книге: Richard J. Teweles and Frank Jones, *The Futures Game: Who Wins? Who Loses? Why?* (New York: McGraw-Hill, 1987), глава 7.

значительную прибыль. В действительности в некоторых работах, напротив, отмечается, что графики сами по себе абсолютно бесполезны².

МЕТОДЫ СЛЕДОВАНИЯ ЗА ТРЕНДОМ

Инвестор, следующий за трендом, полагает, что тенденция, раз установившись, скорее всего, сохранится, нежели изменится. Таким образом, задача сводится к тому, чтобы установить наличие тенденции и найти способ определить момент, когда она прекратится. На практике такой инвестор покупает ценные бумаги, когда их курсы растут, и продает, когда курсы падают. Он очень любит советовать участникам рынка «шагать в ногу с рынком» или «не плыть против течения». И гораздо меньше он любит точно определять тенденции или приводить в подтверждение ценности своих советов строгие цифры. Если оставить в стороне несколько весьма расплывчатых методов, наиболее распространенным методом следования за трендом является метод скользящей средней.

Скользящая средняя

Средняя — это всего лишь частное, получаемое в результате деления суммы на число слагаемых. Среднее значение цен закрытия за 10 дней представляет собой сумму цен закрытия за последние 10 дней, разделенную на 10. При расчете скользящей средней просто периодически, например ежедневно или еженедельно, добавляют новое слагаемое и одновременно исключают самое старое слагаемое таким образом, что число слагаемых суммы по-прежнему равно 10. Таблица 22-1 иллюстрирует расчет скользящей средней за 10 дней по ценам закрытия гипотетической акции.

Скользящую среднюю можно рассчитывать за любой промежуток времени. Обычно технические специалисты предпочитают калькулировать среднюю за 3, 7, 10, 15, 20 и 30 дней. Сравнение графика скользящей средней с графиком фактических ежедневных цен закрытия или — как вариант — с графиком скользящей средней за более короткий промежуток времени, показывает, что в скользящей средней за более продолжительный период сглаживаются случайные ее колебания за более короткий период или самих цен, и, следовательно, она лучше отражает тенденцию движения цены акции. По определению, скользящая средняя за продолжительный период отстает от фактического движения цен закрытия и от ее изменений за более короткий промежуток времени и, таким образом, дает аналитику возможность фиксировать смену тенденции. Многие участники фондового рынка покупают акции, когда линия скользящей средней за короткий период или линия текущих цен на графике поднимается выше линии скользящей средней за продолжительный период, и, наоборот, продают ценные бумаги, когда линия фактических цен или «короткой» скользящей средней опускается ниже линии скользящей средней за более длительный период. Чем продолжительней период, за который калькулируется скользящая средняя, тем более плавно

² Alfred W. Cowles, "Can Stock Market Forecasters Forecast?", *Econometrica*, 1 (1933), 309–324, и Daniel Seligman, "The Mystique of Point and Figure", *Fortune* (March 1962).

идет ее линия на графике, тем больше лаг и тем реже она пересекается с линиями фактических цен и более «коротких» средних.

Таблица 22-1. Расчет скользящей средней за 10 дней по ценам закрытия гипотетической акции

Дата	Цена закрытия (в дол.)	Чистое изменение за 10 дней*	Сумма за Юдней**	Средняя за 10дней***
15/111	29			
16/111	297 ₄			
17/111	297 ₂			
20/111	297 ₈			
21/111	297 ₄			
22/111	307 ₂			
23/111	30з ₄			
24/111	31			
27/111	30 ³ / ₄			
28/111	317 ₄		300,38	30,04
29/111	307 ₂	+ Г/2	301,88	30,19
30/111	30з ₄	+ 17 ²	303,38	30,34
3/IV	30 ⁷ / ₈	+17 ⁸	304,76	30,48
4/IV	307 ₈	+ 1	305,76	30,58
5/IV	307 ₂	+17 ⁴	307,01	30,70

* Разница (положительная или отрицательная) между последней ценой закрытия и десятой, отсчитывая назад, ценой закрытия.

** Сумма десяти последних цен закрытия.

*** Сумма последних десяти цен закрытия, деленная на 10. Последовательность этих значений образует скользящую среднюю.

Для того чтобы использовать скользящую среднюю как показатель тенденции и соответственно действовать на рынке, чартисту необходимо решить, за какой временной промежуток следует калькулировать среднюю, и как определить подходящий момент для выхода на рынок. Если рассчитывать скользящую среднюю за короткие отрезки времени, график средней будет очень чутко реагировать на ценовые изменения и позволит быстро вычислять колебания. Опираясь на такой график, нужно выходить на рынок сразу же после обнаружения тенденции к росту цен и незамедлительно покидать его после смены тенденции на противоположную. Если тенденции движения цен часто меняют направление и отличаются непродолжительностью, «выход» на рынок и «уход» с рынка учащаются настолько, что прибыль (если ее вообще удастся получить) окажется меньше операционных издержек. Попытки избежать лишних затрат путем калькулирования средней за более продолжительный период могут снизить шанс из-за быстрой смены тенденций.

Некоторые инвесторы стараются отслеживать только значительные изменения цен; они определяют момент выхода на рынок по величине угла подъема

линии скользящей средней или по продолжительности времени, в течение которого смены тенденций не происходило. Эти способы имеют те же самые недостатки, так как избежать чрезмерной активности можно только ценой абстрагирования от многочисленных реальных рыночных подвижек.

Некоторые сторонники данного метода рассчитывают скользящие средние за различные по продолжительности периоды и придают большое значение моментам пересечения их линий на графике. Разновидностью метода линий тренда, направленной на предотвращение «ложных тревог», является построение «каналов». «Канал» представляет собой две параллельные линии, являющиеся границами нормального диапазона колебаний цены в пределах общей тенденции. Однако значение цены может выпасть из «канала», а затем вновь вернуться в него, спровоцировав, таким образом, еще одну форму «ложной тревоги». Аналитики пытаются преодолеть этот недостаток каналов, применяя различные «фильтры» для отсеивания действительных «точек перелома» тенденции от ложных. Например, некоторые технические аналитики рассчитывают скользящие средние по ежедневным ценам закрытия и максимальным и минимальным значениям цен за день, изображая их на графике в виде диапазона. В других случаях границы диапазона образуются из точек, соответствующих фиксированным верхним и нижним отклонениям в процентах от цен закрытия. При этом, для того чтобы изменения цен были признаны действительно значимыми, линия скользящей средней дневных цен или иной скользящей средней должна пересечь весь диапазон.

Практическое значение следования за трендом

Пользующиеся методом следования за трендом должны по крайней мере придать количественное выражение своему методу. Им необходимо определить продолжительность периода, за который будет рассчитываться средняя, и критерии, побуждающие к действиям. Они могут проверить надежность своего метода, не рискуя капиталом, путем анализа с его помощью прошлых данных о состоянии рынка. Метод должен подсказывать им время входа на рынок и ухода с него. Если на рынке действует основная долгосрочная тенденция, участник рынка, вероятно, сможет получать прибыль в течение довольно продолжительного времени и не успеет потерять много денег до того момента, как график укажет ему на необходимость закрыть позицию.

Подобно большинству упрощенных методов, следование за трендом не дает возможности быстро разбогатеть. Тот инвестор, который думает, что большие прибыли в конце концов оправдают издержки частого совершения фондовых операций, нередко обнаруживает, что эти издержки перекрывают даже крупные прибыли, если, конечно, он их вообще получает. Он может также со временем убедиться, что его исследование с помощью метода прошлого состояния рынка было проведено некорректно и он оказался жертвой неправильного выбора «полигона» для испытаний метода, неадекватного восприятия фактов или неспособности осознать величину издержек торговли ценными бумагами, включая вмененные издержки³.

³ В дополнение к уже названным источникам читателю можно порекомендовать книгу: Garfield Drew, *New Methods for Profit in the Stock Market* (Boston: Metcalf Press, 1966).

АНАЛИЗ ХАРАКТЕРА РЫНКА

Анализ характера рынка предполагает изучение не только движения цен или изменений цен и объема торговли, но и другой, менее очевидной информации. Он предполагает, что движение цен может быть как «хорошим», так и «плохим», поэтому задача аналитика состоит в проведении различий между первым и вторым на основе изучения разнообразной информации в дополнение к ценам и вместо цен.

Показатели колебаний

С помощью показателей колебаний пытаются вместо уровней цен измерять изменения цен, т.е. измерять тот путь, который прошла цена за данный период. Расчеты могут быть примитивными или весьма сложными, в зависимости от того, используются ли методы взвешивания и сколько неценовых факторов, действующих одновременно, учитывается.

Несмотря на различия в строении, все показатели колебаний базируются на предположении, что цены в течение выбранного промежутка времени могут расти слишком быстро или слишком медленно, и это позволяет предсказывать поворот тенденции. Таким образом, эти показатели дают возможность с успехом определять моменты, когда рынок характеризуется чрезмерной активностью покупателей или продавцов, и на этом строить краткосрочную стратегию совершения фондовых операций. Кроме того, эти показатели указывают на время, когда тенденция исчерпывает себя. В большинстве случаев моменты поворотов тенденции удается установить до того, как произойдут изменения в направлении движения фактических цен.

Проблемы, связанные с использованием показателей колебания, вполне очевидны. «Сигналы», посылаемые рынком, трудно измерить количественно, поэтому их оценка в значительной мере зависит от личного восприятия человека, пользующегося тем или иным показателем. Тенденция, которая, по мнению наблюдателя, близка к затуханию, иногда может действовать гораздо дольше, чем он ожидает, поэтому вполне вероятно, что его небольшие прибыли от фондовых операций в конечном счете сменятся существенными убытками. Эти убытки могут превысить все ранее полученные прибыли или, что еще хуже, предшествовать прибылям.

Модифицированные показатели колебаний

При расчете показателей колебаний возникает множество проблем, среди которых упомянем проблему элиминирования искажений, вызванных необычайно краткосрочными подвижками цен, и проблему выбора логически оправданного масштаба. В целях разрешения некоторых из этих проблем предпринимались многочисленные попытки модифицировать показатели. К двум наиболее известным модификациям относятся индекс относительной устойчивости и стохастические показатели.

Первым шагом в измерении относительной устойчивости акций является выбор адекватного периода времени. Обычно этот период составляет 9 или 14 дней. Затем рассчитывается средняя по ценам закрытия за все дни вы-

бранного периода, когда цена закрытия оказывалась выше цены открытия. После этого калькулируется средняя по ценам закрытия, которые были меньше цен открытия, и первое среднее делится на второе. К полученному результату прибавляется единица, и сумма делится на 100, после чего частное вычитается из 100. Итогом этих расчетов является Индекс относительной устойчивости, в котором смягчены последствия случайных колебаний цен и который после первого расчета легко калькулировать непрерывно.

В стохастических показателях (стохастический — случайный, вероятный) для указания направления движения цен используются две линии, обозначающие степень приближения цен закрытия к максимальным и минимальным ценам за выбранный период. Стохастические показатели можно калькулировать за любой период времени, однако, как и в случае всех других показателей, для слишком коротких периодов характерны многочисленные «ложные сигналы», тогда как выбор более продолжительных периодов позволяет элиминировать большинство таких сигналов, но ведет к запаздыванию показателя и делает его практически бесполезным. С помощью стохастических показателей анализируются отклонения, а также вычлняются рынки, характеризующиеся избыточными продажами или избыточными покупками. Существует множество разнообразных способов калькуляции и интерпретации стохастических показателей (и очень мало доказательств их практической ценности), что служит оправданием продолжения их рассмотрения.

Объем

Вне всяких сомнений, объем торговли привлекает к себе больше внимания технических аналитиков, чем какой-либо иной фактор, за исключением цены. Центральным положением анализа является старая рыночная аксиома: «Объем следует за тенденцией». По предположению, объем торговли на рынке «быков» возрастает в период значительного повышения курсов после их снижения и сокращается в период реакции*. На рынке «медведей», напротив, объем растет в период реакций и падает во время повышения цен. Считается, что большой объем торговли сразу после резкого изменения цен означает прекращение действия текущей тенденции и поворотный пункт в движении курсов.

Суть популярной теории объема можно выразить следующим образом: (1) рынок остается технически устойчивым, пока объем торговли возрастает во время повышения курсов после их снижения и падает в периоды реакций; (2) рынок является технически «слабым», если объем торговли нарастает при реакциях и падает при повышении цен после снижения.

Если объем торговли растет вместе с ценами, теория утверждает, что спрос на ценные бумаги превышает предложение, или, другими словами, на рынке покупатели резко преобладают над продавцами. Именно по этой причине участникам торговли нравится наблюдать за ростом объема торговли по мере роста цен. С другой стороны, если на рынке «быков» объем торговли падает вместе со снижением курсов, это считается хорошим признаком, так как означает, что предложение уменьшается по мере снижения цен и владельцы акций не желают дешево продавать свои ценные бумаги.

* Падение цен после их роста. — Прим. ред.

На рынке «медведей» объем торговли должен возрасти по мере снижения цен, так как в это время предложение увеличивается, а владельцы акций стремятся от них избавиться. Это свидетельствует о том, что рынок является «слабым» (т.е. характеризуется преобладанием продавцов). Если объем торговли на таком рынке падает во время временных повышений курсов, это означает, что рынок продолжает оставаться «слабым», так как на рынке по-прежнему ощущается недостаток покупателей.

Теория объема, вероятно, впервые привлекала к себе большое внимание в первые годы существования теории Доу. Уильям Гамильтон, редактор газеты «The Wall Street Journal», прославился тем, что в 1901 г. сумел обнаружить действия «инсайдера» компании «U.S. Steel», анализируя исключительно показатели цены и объема торговли акциями этой компании, передаваемые по биржевому телеграфу. Несмотря на подробное объяснение Гамильтоном своего метода, его мысли относительно значения объема были довольно путаными, поскольку в некоторых своих статьях он подчеркивал особое значение объема торговли, а в других, наоборот, отрицал его⁴. Однако и в наше время существуют наблюдатели за лентой биржевого телеграфа, которые уверены, что путем тщательного анализа объема торговли, наряду с анализом размеров покупаемых и продаваемых пакетов акций, они могут вскрывать деятельность арбитражеров и других крупных участников рынка, открывающих и закрывающих свои позиции. Компьютеры органов регулирования также, без сомнения, способны обнаруживать странные изменения в объемах торговли, которые могут свидетельствовать о действиях «инсайдера» или других злоупотреблениях и нарушениях.

В настоящее время технические аналитики все еще используют показатели объемов торговли в своих краткосрочных анализах. Хотя до сих пор господствует мнение, что изменение цен приобретает дополнительное значение, когда сопровождается большим объемом торговли, это мнение очень трудно выразить количественно, так же как, видимо, невозможно установить действительную корреляцию между ценой и объемом, обладающую реальной практической ценностью. Нетрудно найти статистический ряд из трех или четырех последовательных серьезных изменений цен на рынке, при которых корреляция между объемом и ценой фактически не ощущалась.

Уравновешивающий объем

Дальнейшим развитием технического анализа объема стала более сложная концепция уравновешивающего объема, обычно применяемая к отдельным акциям. Концепция построена на предположении, что крупные инвесторы, обладающие особой информацией, скупают акции до повышения их цены и продают их незадолго до падения цены. Технические аналитики, убежденные в справедливости этой предпосылки, пытаются обнаружить начавшийся процесс скупки или распродажи акций, отслеживая увеличение объемов сделок при росте или снижении цен. Увеличение объемов при росте цен свидетельствует о скупке акций, а при падении цен — об их распродаже⁵.

⁴ Один из его наиболее полных анализов объема содержится в книге: William Peter Hamilton, *The Stock Market Barometer* (New York: Harper & Row, 1922).

⁵ Joseph Granville, *Granville's New Key to Stock Market Profits* (Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1963). Этот метод анализа рассматривается нами подробно.

Как и в случае со многими другими методами технического анализа, никакого статистического подтверждения того, что данный метод «работает», не обнаружено. Существуют также серьезные разногласия по поводу практики отнесения изменения объема к «плюсу» или «минусу» с учетом итогов закрытия на данный день.

«Ширина рынка»

Многие технические аналитики акцентируют внимание на «ширине рынка». Под «шириной рынка» понимают число котируемых ценных бумаг, по которым регулярно заключаются сделки. На Нью-Йоркской фондовой бирже котируется свыше 1500 акций. Особое значение аналитики придают числу тех ценных бумаг, курсы которых в течение данного дня растут или падают. Например, если в какой-либо конкретный день курсы 600 акций поднялись, 400 — упали и 200 — остались неизменными, рынок рассматривается как технически устойчивый. Показатель роста-падения рассчитывается путем вычитания числа акций, курс которых понизился в течение данного дня, из числа акций, курс которых поднялся. Итогом является чистое падение или чистый рост. Технический аналитик может выразить полученные результаты графически, в виде линии, и затем интерпретировать их. Другой подход предполагает деление чистого падения или роста на число акций, по которым заключались сделки, в результате чего получается значение индекса, которое также может быть нанесено на график. Принято считать, что направление линии (вверх или вниз) указывает на господствующую на рынке тенденцию, а пересечение этой линии с центральной линией графика (линией, соответствующей нулю) свидетельствует о смене тенденции. «Высокая линия» говорит о преобладании на рынке покупателей, тогда как «низкая линия» указывает на рынок, характеризующийся чрезмерными продажами. Естественно, аналитик должен предварительно определить для себя, какую линию он будет считать «высокой», а какую — «низкой». Многие аналитики полагают, что подобная информация имеет большее значение, нежели средние показатели, так как она дает представление о том, что происходит со спросом и предложением на рынке акций в целом, а не только на рынке нескольких «голубых фишек». Примером чрезвычайной технической «слабости» рынка можно считать положение, сложившееся 26 сентября 1955 г., в первый рабочий день после сердечного приступа президента Эйзенхауэра. В тот день курсы 1247 акций упали, а поднялись курсы всего лишь 38 акций, что не имело прецедентов в истории фондового рынка. Одним из известных краткосрочных показателей отношения числа выросших в цене акций к числу упавших является индекс «Arms». Он калькулируется путем деления среднего объема сделок с акциями, курсы которых понизились, на средний объем сделок с акциями, курсы которых поднялись, по акциям, котируемым на NYSE, Атех или в системе NASDAQ. Если результат деления оказывается меньше 1, это означает преобладание на рынке растущих акций.

Акции, цены которых достигли в текущем году новых максимальных и минимальных значений

Многие аналитики проявляют повышенный интерес к числу акций, цены которых достигли в текущем году новых максимальных и минимальных значений. Нью-Йоркская фондовая биржа предоставляет такую информацию ежедневно. Критики средних показателей курсов акций утверждают, что эти показатели дают неверное представление о рынке, так как базируются преимущественно на курсах акций — «голубых фишек». Следовательно, когда средний показатель достигает новых максимальных или минимальных значений, это еще почти ничего не значит. Те, кто придерживается этого мнения, гораздо большее значение придают числу акций, курсы которых в данном году достигли рекордных высот или упали рекордно низко. Например, в какой-либо день 10 акций поднялись в текущем году рекордно высоко, а 100 акций упали рекордно низко. Эти данные можно интерпретировать как признак очень большой технической «слабости» рынка. В уже упоминавшийся день 26 сентября 1955 г. на рынке были зарегистрированы акции одного выпуска, достигшие нового рекордно высокого курса, и акции 131 выпуска упали рекордно низко.

К сожалению, этот метод технического анализа иногда преподносит своим приверженцам неприятные сюрпризы. Достаточно привычны ситуации, когда курсы многих акций достигают рекордно высоких отметок непосредственно перед продолжительным периодом ухудшения рыночной конъюнктуры и не меньшее число рекордно низких значений курсов фиксируется незадолго перед началом устойчивого подъема на рынке.

Незакрытые «короткие» позиции

Увеличение объема «коротких» продаж принято рассматривать как признак технической «слабости» рынка, поскольку нормальное предложение акций возрастает за счет действий «коротких» продавцов. Напротив, массовое закрытие «коротких» позиций считается признаком устойчивости рынка, так как «короткие» продавцы вновь покупают ранее проданные акции. Предполагается, что значительный объем «коротких» продаж является предвестником улучшения рыночной конъюнктуры в связи с тем, что «коротким» продавцам в конечном счете придется «закрывать» и они, следовательно, увеличат спрос на рынке. С другой стороны, небольшое число «коротких» позиций ведет к технически «слабому» рынку, так как означает отсутствие поддержки рыночной конъюнктуры со стороны «коротких» продавцов.

Вместе с тем таким техническим факторам, как объем «коротких» продаж и число незакрытых «коротких» позиций, не следует придавать слишком большого значения. Для такого вывода есть несколько причин. Во-первых, объем «коротких» продаж и их доля в общем объеме торговли практически никогда не бывают большими. В течение ряда последних лет на NYSE «коротко» продавалось немногим более 1% всех выпущенных в обращение акций из котируемых на бирже выпусков. Во-вторых, абсолютное большинство «коротких» продаж совершается в «технических», а не спекулятивных целях.

Например, это могут быть совершаемые ради уменьшения налогов «короткие» продажи акций, которыми продавцы владеют, но не имеют их в наличии, так как они находятся на хранении в банке, или «короткие» продажи арбитражеров против «длинных» позиций. В обоих случаях «короткие» позиции не будут закрываться за счет покупки нужных акций на рынке и поэтому не оказывают какого-либо влияния на будущее состояние рынка. В-третьих, «короткие» продавцы-спекулянты в анализе и прогнозировании рынка не имеют какого-либо превосходства над «длинными» покупателями. На рынке неоднократно отмечалось стремительное нарастание «коротких» продаж, когда курсы акций в своем движении вниз достигали самой нижней точки, и, напротив, резкое сокращение объема «коротких» продаж, когда курсы в своем повышении достигали пика. Таким образом, практически не просматривается наличие корреляции между объемами «коротких» продаж и движением фондовых цен как для отдельных акций, так и для рынка в целом.

Теория действий вопреки общим «настроениям» рынка

Некоторые инвесторы подходят к техническому анализу с позиций психологии. Они уверены, что «большинство всегда ошибается», поэтому успех прогнозирования фондовых цен достигается путем определения настроений большинства (покупать или продавать) и действий вопреки этим настроениям. Эта теория появилась очень давно, почти 150 лет назад, и уходит корнями во времена барона Мейера Ротшильда, который покупал, когда все продавали, и продавал, когда все покупали. Теория базируется на рыночной психологии масс, а именно, что фондовые цены определяются принятыми под влиянием эмоций решениями тысяч участников рынка и инвесторов, которые часто оперируют, не имея достаточной и достоверной информации о рынке. Ошибки в оценке рынка присущи не только рядовым инвесторам, но и профессиональным консультантам и прогнозистам.

Исходя из положений данной теории, техническому аналитику для достижения успеха следует продавать, когда основная масса инвесторов испытывает оптимизм по поводу фондовых цен, и покупать, когда на рынке преобладают пессимистические настроения. Такой аналитик должен быть скорее хорошим психологом, чем хорошим экономистом. В действительности теория абсолютно ложная. Главной проблемой является отсутствие точных измерителей общественных настроений. Обвинять массы инвесторов в ошибочности оценки рынка легко лишь после того, как ошибка стала очевидной, и очень трудно сделать это раньше.

Некоторые аналитики уверены, что можно определить пик тех или иных настроений толпы и поступать соответственно⁶. Инвестор, действующий вопреки общим настроениям рынка, не следит за повседневными фондовыми операциями, проводимыми под влиянием противоречивых мнений. Он дожидается момента, когда большинство участников рынка придет к единому выводу относительно направления движения цен, либо отмечает возрастающий интерес к ранее не пользовавшимся спросом акциям или угасание интереса к

⁶ Humphrey Neill, *The Art of Contrary Thinking* (Caldwell, Ohio: The Caxton Printers, 1963).

активно продаваемым и покупаемым в прошлом ценным бумагам. Кроме того, он выясняет, насколько основательна причина, определившая общее настроение, т.е. старается узнать, насколько полной была информация, породившая у публики стремление покупать или продавать, и насколько достоверны приведенные факты. Поступающий вопреки общим настроениям в своих действиях руководствуется общим мнением, которое не имеет под собой серьезных оснований.

Подобно всем другим техническим аналитикам, сторонники действий вопреки общим настроениям рынкам решают свои проблемы. Каким образом им удастся определить господствующее на рынке мнение? Как они могут, выйдя на рынок, установить, когда с рынка надо уходить? Где подтверждения того, что данный метод работает, если отвлечься от голословных заявлений самих сторонников метода?

Поведение мелких инвесторов, закрывающих нестандартные сделки

Еще одна теория технического анализа, сходная с теорией действий вопреки общим настроениям рынка, ставит действия инвестора в зависимость от поведения участников рынка, торгующих нестандартными партиями ценных бумаг (обычно менее 100 штук). Возможно, больше всех других фондовых аналитиков подчеркивал особое значение этого аспекта технического анализа Гарфилд Э. Дру⁷. По его теории, совершать те или иные фондовые операции необходимо на основе анализа изменений в объемах нестандартных сделок покупок и продаж. В рамках теории разработаны сложные индексы, измеряющие эти изменения, и определены поступающие с рынка сигналы, которыми могут пользоваться наиболее информированные участники фондовой торговли. Теория Дру основывается не на хорошо известной аксиоме «большинство всегда ошибается», а на предположении, что направление развития рынка можно прогнозировать, отслеживая и анализируя периоды, когда мелкие инвесторы, заключающие нестандартные сделки, переходят от покупок акций к их продажам, или наоборот.

Мнения по поводу того, можно ли на основе изучения действий мелких инвесторов, торгующих нестандартными партиями акций, прогнозировать движение фондовых цен, весьма противоречивы. С.О. Хэрди пришел к выводу, что наличие корреляции между движением фондовых цен и действиями инвесторов, торгующих мелкими нестандартными партиями акций, имеет небольшое прогнозное значение⁸. Время от времени мелкие инвесторы ошибаются в своих оценках рынка, точно так же, как иногда ошибаются и профессиональные инвесторы, однако это случается далеко не всегда, они довольно часто верно угадывают направление движения цен. На фондовом рынке вообще нет ни одной категории инвесторов, поведение которых было бы столь последовательным, что могло служить безошибочным сигналом к дей-

⁷ Garfield A. Drew, *New Methods for Profit in the Stock Market* (Boston: The Metcalf Press, 1966), особенно раздел VI.

⁸ C.O. Hardy, *Odd-Lot Trading on the New York Stock Exchange* (Washington, DC: The Brookings Institution, 1939), p. 77.

ствию. Кроме того, поведение мелких инвесторов, торгующих нестандартными партиями акций, может быть таково, что никаких четких сигналов к действию просто не возникает. Наконец, в последние годы разработка стратегии торговли ценными бумагами на основе отслеживания и анализа рыночного поведения мелких инвесторов еще больше усложнилась, так как многие мелкие «нестандартные» инвесторы переместились на рынок опционов, где они по-прежнему, оперируя с небольшими суммами денег, могут покупать или продавать опционы, представляющие стандартные единицы торговли акциями.

Показатели отношений

Технические прогнозисты всегда пристально наблюдали за показателями отношений, которые могут помочь в определении моментов смены тенденции. Одним из таких наиболее популярных показателей является соотношение движения цен дешевых и дорогих акций на рынке «быков». Суть теории состоит в том, что на рынке «быков» цена дешевых акций в процентном выражении возрастает больше, чем цена дорогих акций. По этой причине спекулянты предпочитают покупать дешевые акции вместо дорогих, устойчивых «голубых фишек», которые в большинстве случаев не дают возможности получить большие прибыли. Повышение курса каждой акции с рыночной стоимостью 10 дол. на один пункт означает 10%-й прирост ее стоимости, тогда как такое же повышение курса акции ценой в 100 дол. представляет увеличение рыночной стоимости всего на 1%. Среди всего прочего, утверждается, что цена десятидолларовой акции на рынке «быков» возрастет на 10% гораздо быстрее, чем цена стодолларовой акции.

Большое значение в этой теории придается правильному выбору времени проведения фондовых операций. Распространено мнение, что на ранних этапах развития рынка «быков» в росте цены будут лидировать акции высокого инвестиционного качества. По мере развития рынка и появления на нем основной массы инвесторов внимание все больше будет переключаться на высокоспекулятивные выпуски, цена которых невысока. Когда рынок «быков» достигнет своего пика (или незадолго до этого), спекуляции с этими акциями будут отличаться исключительной интенсивностью. Вскоре после этого доверие инвесторов к спекулятивным акциям начнет резко падать, что приведет к стремительному падению их курсов.

Некоторые консультативные службы, например «Standard & Poor's», регулярно публикуют отдельно индексы курсов дешевых спекулятивных акций и дорогих акций, обладающих высокой инвестиционной надежностью. Таким образом, технические аналитики имеют возможность одновременно наблюдать и сравнивать движение цен двух групп акций.

Можно привести длинный список других соотношений, за которыми следят технические аналитики, добывающие необходимую информацию. Одним из примеров является соотношение покупок и продаж, проводимых по маржинальным счетам, и соотношение покупок и продаж за наличные. Некоторые аналитики могут также фиксировать отношение показателей торговли «на марже» к показателям наличной торговли. Разновидностями отношения покупок/продаж являются также отношение покупок иностранных ценных

бумаг к их продажам и отношение покупок институциональных инвесторов к их продажам. В связи с ростом после 1974 г. объема торговли обращающимися на бирже опционами стали рассчитывать отношение объема торговли опционами «пут» к объему торговли опционами «колл». Наиболее часто это отношение калькулируется для индексных опционов «пут» и «колл» на фондовый индекс «Standard & Poog's 100». Если рассчитанное за определенный промежуток времени (обычно за одну неделю) отношение числа проданных и купленных опционов «пут» к числу проданных и купленных опционов «колл» высокое, это свидетельствует о преобладании «бычьих» настроений на рынке; если же ситуация обратная, преобладают «медвежьи» настроения. Отношение опционов «пут» к опционам «колл» считается высоким, если оно превышает 70, и низким, если оно оказывается меньше 40. Некоторые аналитики предпочитают следить исключительно за объемом торговли опционами «пут», а не за его отношением к объему торговли опционами «колл», полагая при этом, что большой объем торговли опционами «пут» говорит в пользу рынка «медведей». Есть также аналитики, уверенные, что самую достоверную информацию о рынке дают только крупные сделки (единовременная покупка или продажа не менее 50 000—100 000 штук акций).

СТРУКТУРНЫЕ ТЕОРИИ

Структурными теориями называют три распространенные среди некоторой части инвесторов теории: теорию сезонных изменений, теорию временных циклов и теорию волн Эллиотта. Помимо этих трех существует еще множество туманных, таинственных и экзотических структурных теорий, которые хотя и представляют некоторый интерес, но не заслуживают подробного комментария на страницах нашей книги.

Структурный аналитик не занимается ежедневным построением графиков и изучением «фигур» и не рассчитывает индексы ради прогноза движения цен. Он уверен в том, что только изучение истории фондового рынка может дать ключ к пониманию повторяющихся «фигур» движения цен на рынке. Инвестор, который руководствуется в своих действиях структурными теориями, не может, подобно чартисту, ограничиться анализом отдельных аспектов рыночной информации за сравнительно небольшой промежуток времени. Он уверен, что «фигуры» движения цен довольно регулярно повторяются и позволяют составлять долгосрочные ценовые прогнозы.

Сезонные колебания на рынке

Часто задают вопрос: «Существует ли какая-либо «сезонная фигура» движения фондовых цен?» Единого ответа на этот вопрос пока нет. Теоретически, если сезонные колебания цен носят постоянный характер и достаточно велики, устойчивой «сезонной фигуры» быть не может. Предположим, что курс акций всегда устойчиво растет в период с ноября по декабрь. Хорошо информированные инвесторы не упустят возможности этим воспользоваться и всегда будут покупать акции в ноябре, чтобы затем продать их в декабре и получить прибыль. Очевидно, что такие действия инвесторов полностью нарушат сезонный характер ценовых колебаний.

Естественно, существуют небольшие повторяющиеся сезонные колебания фондовых цен, и их можно объяснить. Возьмем, к примеру, средний показатель курсов акций промышленных компаний Dow Jones. Изучение его движения за период с 1897 г. по настоящее время показало, что в определенные месяцы года рынок переживает подъем. Фондовые цены скорее возрастут, чем упадут, в январе, июле, августе и декабре. Именно этим объясняется распространенное выражение «декабрьский рост». В некоторых случаях рост фондовых цен, возможно, обуславливается увеличением числа покупок, следующим после массовых продаж ценных бумаг в конце календарного года в налоговых целях. Некоторые из инвесторов закрывают свои убыточные позиции (продают убыточные акции) ради погашения убытков и уменьшения налогового бремени, тогда как другие, напротив, закрывают прибыльные позиции, чтобы воспользоваться преимуществом отнесения убытков прошлых налоговых периодов на будущие периоды. Кроме того, в конце года многие менеджеры инвестиционных фондов стремятся успеть продать акции небольших компаний до составления годовых отчетов и, таким образом, максимально приукрасить результаты управления портфелями инвестиций. Все это приводит к явлению, известному под названием «январский эффект»: любители скупать подешевевшие акции торопятся воспользоваться низкими ценами на акции компаний, как правило, отличающихся невысоким уровнем капитализации. Учитывая такие неизбежные моменты, как уплата комиссии, наличие широкого разрыва между котировками продавца и покупателя и ошибочные прогнозы, обусловленные тем, что все больше инвесторов ожидает «эффекта», получение прибыли в результате скупки подешевевших акций даже для профессиональных инвесторов, имеющих преимущества в передаче информации и размерах комиссии, представляется все менее вероятным.

Инвесторам не следует слишком серьезно относиться к сезонным колебаниям и, тем более, не стоит полагаться на них как на надежные индикаторы открывающихся возможностей получить прибыль. Эти возможности слишком малы и слишком призрачны, чтобы рисковать ради них деньгами. Даже если сезонные колебания бывают, как показывает средний показатель курсов 30 акций Dow Jones, достаточно велики, чтобы сделать на них деньги, у инвесторов нет уверенности в том, что именно те акции, которыми они владеют, принесут им прибыль, или что им удастся покрыть прямые и временные издержки операций.

Рассмотрим ситуацию, которая складывается в декабре — месяце роста фондовых цен. В это время года плательщики подоходного налога обычно продают принесшие за год убытки акции, чтобы эти убытки при расчете налога на прирост капитала учитывались как реализованные. После этого инвесторы вновь выходят на рынок и вкладывают появившиеся у них в результате продажи акций свободные средства в ценные бумаги. Эта тенденция в поведении инвесторов продолжает действовать и в январе. Таким образом, вполне логично ожидать в это время некоторого повышения фондовых цен.

Фактически на протяжении XX в. подъем цен на фондовом рынке в период с конца ноября по конец декабря наблюдался каждые три года из четырех. Однако, прежде чем испытывать волнение по поводу столь замечательного

постоянства сезонных колебаний цен, инвестору следует вспомнить о том, что, если он намерен воспользоваться каждым из таких колебаний, он выигрывает в среднем только в половине случаев и что рост цен очень часто оказывается недостаточным для покрытия операционных издержек, включая вмененные. Кроме того, перед инвестором всегда будет стоять проблема правильного выбора акций. Большие затруднения вызывает также отделение явного сезонного роста цен от долгосрочной повышательной тенденции на рынке, которая может обусловить повышение цен на протяжении всего года.

Все другие исследования сезонных колебаний цен также оказались не слишком обнадеживающими. Например, изучение рынка в годы президентских выборов позволяет сделать вывод, что в эти годы фондовый рынок чаще переживает, чем не переживает, подъем; однако рост цен, как правило, не настолько велик, чтобы побудить инвесторов четыре года дожидаться воображаемых крупных прибылей. Или, например, цены,двигающиеся в определенном направлении в пятницу (особенно, если они падают), могут продолжить свое движение в прежнем направлении в ближайший понедельник.

Инвестор, который обратил внимание на очевидно подверженные влиянию сезонных факторов компании, такие, как авиакомпании, производители прохладительных напитков, кондиционеров или игрушек, и уверен, что в «пиковые» для них сезоны их обыкновенные акции будут расти в цене, проявляет слишком большую наивность. Даже люди, убежденные в почти полной неэффективности рынка, вряд ли могут предположить, что столь очевидные для всех факторы не окажутся в скором времени «учтенными» рынком.

Вполне вероятно, что порожденные налоговыми или политическими соображениями регулярно повторяющиеся колебания фондовых цен смогут гарантировать некоторым инвесторам, играющим на них, определенное вознаграждение, однако мало вероятно, что это вознаграждение окажется достаточным, чтобы привлечь людей, стремящихся к большим прибылям.

Теория волн Эллиотта

Давно известно, что у каждого исследователя фондового рынка имеется свой особый технический подход к его анализу. Один из таких подходов, вызвавший к себе значительный интерес, — теория волн Эллиотта. Р.Н. Эллиотт был уверен в возможности обнаружения регулярно повторяющихся «фигур» движения фондовых цен. Он полагал, что в рамках общей тенденции цены совершают пять последовательных волнообразных движений, совпадающих с направлением тенденции, и три последовательных волнообразных «корректирующих» движения против тенденции. В волнообразных движениях можно выделить «субволны» довольно короткой продолжительности, а также обнаружить «длинные волны» с периодичностью 100 и более лет (великий суперцикл). Большое внимание волнам Эллиотта и их практическому значению уделил уважаемый журнал «Bank Credit Analyst»⁹.

⁹ См.: Hamilton Bolton, *The Elliott Wave Principle - A Critical Appraisal* (Montreal: Bolton, Tremblan, 1960); см. также: Hamilton Bolton and Charles Collins, *The Elliott Wave Principle - 1966 Supplement, The Bank Credit Analyst* (Montreal: 1245 Sherbrooke Street West, Montreal 109, Quebec, Canada).

Подсчет волн Эллиотта базируется на интересном ряде числовых сумм Фибоначчи, который был выведен 700 лет назад итальянским математиком Леонардо Фибоначчи. В этом ряду, начинающемся числами 1, 2, 3, 5, 8, 13, 21, 34, 55, 89, каждый последующий член равен сумме двух предыдущих. Чем больше порядковые номера чисел ряда, тем ближе значение отношения любого числа ряда к последующему (умноженное на 100) подходит к числу 61,82, называемому «золотой серединой».

Сам ряд и его «золотая середина» привлекли в себе столь пристальное внимание, что со временем превратились в своеобразный культ. Его пытались использовать в изучении популяций животных, роста растений и формировании кристаллических структур. «Золотая середина» нашла практическое применение во многих сферах общественной деятельности человека, например в архитектуре, где с ее помощью удалось объяснить пропорции Великой пирамиды Хеопса. Спекулянты же попытались применить ряд Фибоначчи и его «золотую середину» в прогнозировании фондовых цен.

Как и в случаях со всеми другими методами технического анализа рынка, один последователь теории может обнаружить повторяющиеся «фигуры» движения цен, которых другой последователь теории не видит. В том, что одни принимают за волны, другие могут увидеть совсем иное. Сторонники «волн» приводят примеры точных предсказаний движения фондовых цен как неоспоримое доказательство справедливости теории. Скептики же подчеркивают, что, если массив обрабатываемой информации достаточно велик, можно доказать все, что угодно, особенно когда соответствия теории подтверждаются документально, а несоответствия игнорируются.

Циклы

Всякий, кто строит графики изменения средних показателей Dow Jones или иных общепринятых показателей фондового рынка, не может отрицать тот факт, что цены периодически значительно возрастают и падают. Очень большие подвижки цен в 1921—1929, 1929-1932, 1932-1966, 1973-1974, 1974-1976 и 1982—1987 гг. очевидны даже для самых наивных наблюдателей. Не менее очевиден тот факт, что эти, а также многие более ранние ценовые изменения сильно отличались друг от друга по продолжительности и периодичности и не было никаких явных признаков скорого поворота в направлении движений. Тем не менее люди достаточно хорошо осознавали практическое значение прогнозирования развития циклов, чтобы продолжать искать надежные признаки приближающейся смены тенденции. Соответственно, всегда находились те, кто предлагал свои методики прогнозирования всех разновидностей циклов с продолжительностью от нескольких месяцев до многих десятилетий.

Наиболее очевидным представляется вывод о наличии корреляции между ценами фондового рынка и общими экономическими условиями. Всего один шаг отделяет этот вывод от попыток выработать критерии экономических условий и руководствоваться ими в определении направления движения фондовых цен. Тем не менее подобные попытки прогнозирования цен фондового рынка крайне редко приводили к успеху. Даже при беглом ознакомле-

нии с соответствующей информацией становится ясно, что иногда реакция фондового рынка на значительные изменения в условиях хозяйствования бывает опережающей, а иногда, как, например, в 1929 г., запоздалой, хотя, как правило, изменения в направлении движения фондовых цен происходят за несколько месяцев до изменений в хозяйственной конъюнктуре. В некоторых случаях фондовый рынок вообще долгое время игнорирует ухудшение или улучшение экономических условий.

Несмотря на все известные исключения, аналитику, изучающему корреляцию между фондовыми ценами и циклом экономической активности, можно посоветовать прогнозировать хозяйственную конъюнктуру на основе движения фондовых цен, а не наоборот. Если даже когда-нибудь удастся примирить концепцию повторяющихся «фигур» движения цен с реальным рынком, который лучше всего описывается словами «ходьба наугад», тот, кто сумеет идентифицировать фондовые циклы, очень быстро будет вновь разочарован ими, наблюдая, как цены растут, когда они должны падать, и наоборот. Хотя анализ цикла фондового рынка, несомненно, представляет интерес, он вряд ли поможет найти способ получать прибыль от торговли ценными бумагами.

РЕЗЮМЕ

Многое из того, что было сказано в этой главе, было малообнадёживающим для технического аналитика. Мы вовсе не пытаемся утверждать, что поиск неслучайных элементов в информации о фондовом рынке является бесполезной тратой времени, а лишь отмечаем, что непрерывные поиски таких элементов многими исследователями рынка сделали эффективный рынок еще более эффективным. Использование в анализе компьютеров, которые часто рассматривались как техническое средство достижения «победы над рынком», позволило обрабатывать рыночную информацию полнее, быстрее и аккуратнее, в результате чего одержать над рынком «победу» стало еще сложнее. Вполне вероятно, что Ротшильдам, Барухам и Ливерморам было бы гораздо труднее достичь успехов на фондовом рынке сейчас, чем в их более легкие времена.

Умные участники торговли ценными бумагами, наделенные умением мыслить логически, конечно, могут получать доходы выше средних, квалифицированно используя полезную и должным образом обработанную информацию. Некоторые могут даже обладать особым врожденным чутьем на рынок, подобно тому, как встречаются музыканты и художники, одаренные величайшим талантом. Вне всякого сомнения, технический анализ помогает сгруппировать и должным образом упорядочить данные о рынке, которые способствуют принятию обоснованных рыночных решений. Однако упорядоченная информация всего лишь позволяет судить о прошлом и текущем состоянии рынка и ничего не говорит о том, как он изменится в будущем. Если вообще возможен точный долгосрочный прогноз фондового рынка, то он, вероятнее всего, будет построен на личном суждении и опыте человека, а не на информации технического характера, хотя и хорошо организованной.

Участники фондового рынка не оставят своих попыток сделать состояние на торговле ценными бумагами и будут продолжать поиски неуловимых способов получать доходы сверх того, что можно получить, просто владея диверсифицированным портфелем инвестиций. В этой игре участвует очень много людей, поэтому неизбежно появление каких-либо методов, которые окажутся действенными, по крайней мере в краткосрочной перспективе, даже несмотря на то, что у этих методов может не быть сколько-нибудь приемлемого логического обоснования. Существует множество разнообразных принесших людям успех в прогнозировании подъемов на рынке «показателей», включая такие экзотические, как длина женских юбок, ширина мужских галстуков и победы той или иной команды Национальной футбольной конференции в финальной игре за Суперкубок¹⁰. Серьезные исследователи фондового рынка, используя самые современные статистические методы, пришли к общему мнению, что поиск простых, легко применимых механизмов, которые позволят прогнозировать рынок акций, фьючерсов или опционов и получать доходы выше средних, вероятнее всего, обречен на неудачу.

¹⁰ «Показатель Суперкубка» никогда не подводил своих сторонников с момента первого розыгрыша в 1967 г. и до 1989 г., однако в 1990 г., когда команда «Денвер Бронкос» в финале проиграла команде «Сан-Франциско 49», он, после непрерывной серии из 23 успешных прогнозов, оказался бесполезным.

ОПЦИОНЫ НА ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Опционы на покупку и продажу ценных бумаг («колл» и «пут», соответственно) появились много лет назад. Первые упоминания об использовании опционов в Англии относятся к 1694 г., за 80 лет до основания Лондонской фондовой биржи. И действительно, одна из самых захватывающих историй о спекулятивных горячках описывает крах рынка луковиц тюльпанов в Голландии XVII в. и ту катастрофу, которую пережили продавцы опционов «пут». Опционы в другой сфере предпринимательства — в торговле недвижимостью — существуют с незапамятных времен, являясь вполне обычными и в наше время. Любой спортивный болельщик точно знает, что подразумевает профессиональный спортсмен, когда говорит, что в текущем году его «опцион истекает».

Опционы «пут» и «колл» широко использовались в США в 20-х годах, хотя и продолжали считаться фондовыми инструментами для профессионалов. Использование опционов ассоциировалось главным образом с деятельностью пулов и манипулированием рынком, нередко — с участием «инсайдеров». Именно этим в значительной мере объясняется то негативное отношение к опционам, которое укоренилось в сознании населения и представителей органов регулирования.

В период с 20-х годов до 1973 г. бизнес с опционами на ценные бумаги был сконцентрирован в руках десятка с небольшим мелких фирм, которые в конце концов организовали Ассоциацию брокеров и дилеров по опционам «пут» и «колл» (Put and Call Brokers and Dealers Association). Их функция заключалась в сведении покупателей и продавцов (надписателей) опционов, заинтересованных в предполагаемой сделке. Многие крупные ориентированные на обслуживание индивидуальных клиентов брокерские фирмы также имели в своем составе небольшие отделы опционов, которые работали с собственными клиентами и другими дилерами, обеспечивающими предложение требуемых опционов. Хотя эти обычные опционы до сих пор покупаются и продаются (на внебиржевом рынке), объем этой торговли слишком мал для того, чтобы выдержать жестокую конкуренцию с развившимся в 70-х годах рынком обращающихся на бирже опционов. Специализировавшиеся на опционах дилер-

ские фирмы либо прекратили свое существование, либо слились с быстро растущими отделами опционов крупных брокерских фирм «полного обслуживания» или фирм, ориентированных на институциональных инвесторов. На внебиржевом рынке торговли опционами выжила и даже процветает. В первую очередь это относится к опционам на рынке долговых ценных бумаг институциональных эмитентов, так как крупные дилеры по облигациям активно работают с опционами «пут» и «колл», рассматривая их как инструменты хеджирования позиций своих клиентов по бумагам с фиксированным доходом, которые переживают настоящий шок от диких потрясений на прежде спокойном рынке, начавшихся в конце 70-х годов и продолжающихся по сей день.

ХАРАКТЕР СДЕЛОК С ОПЦИОНАМИ

Независимо от того, являются ли опционы «пут» и «колл» обычными (conventional) или продаются на бирже, все они имеют много схожих черт. Опцион «пут» дает своему держателю право продать, как правило, 100 акций по фиксированной цене в течение установленного периода времени. Опцион «колл» гарантирует владельцу право купить акции. За приобретение такого права покупатель («длинная» сторона в сделке) платит продавцу, или подписателю опциона («короткой» стороне в сделке), определенное вознаграждение. Цена за акцию, по которой опцион может быть исполнен, т.е. по которой соответствующие акции могут быть куплены или проданы, называется ценой исполнения (exercise or striking price или просто «strike»).

Обычные опционы представляют собой индивидуальные контракты (договоры) между покупателями и продавцами. Все условия договора — время, в течение которого опцион действителен, премия продавца, цена исполнения и даже сами акции — подлежат согласованию между продавцом и покупателем. В связи с тем что каждый опционный контракт в своем роде уникален, он фактически неликвиден. Если держатель опциона захочет его продать, ему придется искать человека, который согласился бы со всеми зафиксированными условиями данного контракта, включая и уже сократившееся к моменту продажи время, в течение которого опцион действителен.

Отсутствие всякой достоверной и доступной информации об опционном рынке (котировки опционов не публикуются в газетах и не передаются по биржевому телеграфу) приводило к значительному разрыву в ценах спроса и предложения, если такой разрыв вообще существовал. В результате прибыльно использовать опционы было чрезвычайно трудно, даже в тех случаях, когда рыночный прогноз участника опционной торговли оказывался в основном верным.

Институциональные инвесторы практически не участвовали в торговле обычными опционами. Помимо преимущественно спекулятивного характера опционного рынка, хорошо осознаваемого инвесторами, развитие торговли обычными опционами наталкивалось и на чисто технические препятствия. Цены исполнения опционов, продаваемых и покупаемых на внебиржевом рынке, начиная с даты, когда акции теряют право на дивиденд, уменьшались на величину дивиденда; например, первоначальная цена исполнения

опциона «колл», равная 50 дол. за акцию, после наступления даты, когда акции потеряли право на очередной дивиденд, падает до $49\frac{1}{2}$ дол., т.е. уменьшается на 50 центов дивиденда. Это означает, что продавец покрытых опционов «колл» (человек, который владеет акциями и продает на них опцион «колл») фактически расстается с дивидендом на собственные акции, если опцион будет исполнен, поскольку покупатель акций заплатит ему за них меньше. Именно по этой причине, например, фидуциарии предпочитают не связываться с опционами. Люди, придумавшие опционы, которые обращаются на бирже, постарались устранить этот недостаток обычных опционов. Цена исполнения котируемых на бирже опционов никогда не уменьшается на сумму дивидендов на лежащие в их основе акции, что делает открытие опционных позиций гораздо более привлекательным для многочисленных институциональных инвесторов, которые в своей инвестиционной политике ориентируются на совокупную норму прибыли. Однако цены исполнения обращающихся на биржах опционов по-прежнему нуждаются в корректировках, отражающих любое перераспределение собственности, такое, как появление новых акций в результате «сплита» или выплаты дивиденда акциями, «отпочкование» новой компании от уже существующей с выпуском собственных акций или размещение нового выпуска акций, предназначенных для уже существующих акционеров.

Образовавшаяся в 1973 г. Чикагская опционная биржа (Chicago Board Options Exchange — CBOE) революционизировала торговлю опционами. Позаимствовав многое из опыта торговли товарными фьючерсами у своей «материнской» организации, Чикагской товарной биржи, CBOE разработала стандартные, пригодные к торговле на бирже опционы, обладающие характеристиками взаимозаменяемости. Все опционные контракты данного вида на одни и те же акции стали иметь одинаковые даты истечения срока и цены исполнения; договорным теперь оставался только размер премии надписателя опциона, который устанавливался путем торгов на открытом аукционном рынке. Впервые опционы стали действительно ликвидными фондовыми инструментами. Появилась возможность *торговать* опционами «пут» и «колл» и получать с их помощью прибыль или сокращать убыток. Сложный и дорогостоящий процесс исполнения опционов все еще существует, однако сейчас к исполнению предъявляется не более 5% от всех проданных опционов. Высокая ликвидность и информационная «прозрачность» нового опционного рынка позволили инвесторам разрабатывать такие стратегии действий, которые невозможно даже представить при опционной торговле на внебиржевом рынке. Кроме того, присутствие институциональных инвесторов на опционном рынке возросло в такой степени, о которой раньше не смели даже подумать. Выросла и активность на опционном рынке индивидуальных инвесторов, прежде убежденных в том, что сделки с опционами являются таинством, доступным только для чрезвычайно опытных профессионалов. Правда, результаты опционных сделок индивидуальных инвесторов оказались весьма неоднозначными, и многие из них, несомненно, прокляли тот день, когда они впервые подумали, что разбираются в этом рынке.

Успех к Чикагской опционной бирже пришел незамедлительно и был ошеломляющим. Идею опционной торговли вскоре реализовали Американс-

кая, Филадельфийская и Тихоокеанская фондовые биржи. Попытка организовать второй в Чикаго рынок опционов, предпринятая Фондовой биржей Среднего Запада, провалилась из-за небольшого числа желающих оперировать на нем, и в 1980 г. отдел торговли опционами этой биржи слился с соответствующими подразделениями расположенной по-соседству Чикагской опционной биржи. Нью-Йоркская фондовая биржа опоздала с развитием опционного рынка, так как ее члены не испытывали большого энтузиазма по поводу торговли столь непривычными и спекулятивными фондовыми инструментами. В конце концов «Большое табло» (NYSE) в 1983 г. начало торговать опционами на свой Составной индекс, а в 1985 г. разрешило продажу опционов на некоторые акции, котируемые в системе NASDAQ.

Развитие опционного бизнеса превзошло все, даже самые оптимистичные прогнозы. Важнейшей причиной столь бурного роста рынка опционов, очевидно, является ранее упомянутая возможность использовать самые различные способы извлечения из активных операций с опционными контрактами прибыли (или сокращения убытков), в то время как у инвестора, купившего опцион на внебиржевом рынке, есть только два возможных способа действий: исполнить его или дождаться, когда он истечет, и оставить его неисполненным. Начав в апреле 1973 г. с опционов «колл» всего на 16 различных акций и достигнув 1 119 177 опционных контрактов к концу 1990 г., СВОЕ торговала опционами на 250 различных акций, а число контрактов «пут» и «колл» составило 129 500 018 (торговля опционами «пут» началась на СВОЕ в июне 1977 г.). Эти показатели вполне сопоставимы с показателями Атех, на которой продавались опционы на 218 различных акций, а число контрактов составляло 40 914 962. На всех биржах США в 1990 г. обращалось 209 922 748 опционных контрактов (рекордным считается 1987 г., когда число контрактов достигло 305 166 904). Самыми активными акциями, по которым заключались опционные сделки на СВОЕ, в 1990 г. были акции IBM: по ним было заключено 7,4 млн опционных контрактов; на втором месте стояли акции компании UAL, на которые приходилось свыше 2,2 млн проданных контрактов¹. Приведенные данные свидетельствуют об успехах, достигнутых биржами в торговле опционами. Дальнейшего развития этой торговли следует ожидать в конце 1991 г., когда Комиссия по ценным бумагам и биржам намерена облегчить условия для включения опционов в котируемый лист, что позволит продавать на биржах опционы на акции еще более 100 эмитентов. Одновременно SEC предприняла первые шаги к тому, чтобы опционы на одни и те же акции могли продаваться на более чем одной бирже; она упразднила применявшийся с 1980 г. метод лотереи в распределении между биржами новых выпусков, пригодных к опционной торговле, который приводил к монополизации торговли опционами на акции конкретных эмитентов той или иной биржей. Для того чтобы избежать ценовой конкуренции, которая могла развиться между рынками после принятия этого решения, биржи быстро разработали новую электронную систему связи, получившую название Коммуникационная система опционных рынков (Option Intermarket Communication Linkage).

¹ *Market Statistics 1990, The Chicago Board Options Exchange.*

Успехов без неудач не бывает, и обращающиеся на биржах опционы не являются исключением из этого правила. Очевидные успехи этой ранее малоизвестной области индустрии ценных бумаг и легкость проникновения в нее привлекли к ней массовый интерес инвесторов, среди которых было много таких, кто слабо представлял себе все трудности и краткосрочный характер игры с опционами. Мелкие спекулянты были зачарованы самой возможностью участвовать в торговле акциями, например, IBM по цене 150 дол. за штуку, потратив всего несколько сотен долларов на покупку опциона, хотя для них, вне всякого сомнения, было бы гораздо лучше купить нестандартную партию этих акций или вложить деньги во взаимный фонд.

И прежде чем продолжать обсуждение достоинств опционов и техники работы с ними, нелишне будет напомнить одну простую, но часто упускаемую из виду истину: *большинство инвесторов обречены на потерю денег, покупая и продавая опционы в надежде «одержать верх над рынком»*. Разница между опционами и лежащими в их основе ценными бумагами носит качественный, а не количественный характер. Акции не имеют фиксированного срока обращения; опционы такой срок имеют. Существуют акции — «голубые фишки» и опционы на них. Однако опционов — «голубых фишек» нет. Даже если сама ценная бумага, лежащая в основе опционного контракта, активно продается и покупается, рынок некоторых опционов на нее может оказаться очень вялым или вообще отсутствовать. Кроме того, на опционном рынке, так же как и на других основных фондовых рынках, доминируют институциональные инвесторы и их брокеры и крупные фирмы — профессиональные участники торговли. С учетом того, что операции даже этих участников рынка далеко не всегда оказываются прибыльными, мало вероятно, что мелкий спекулянт может рассчитывать на нечто большее, чем случайный успех, который, однако, должен заманивать его на этот рынок снова и снова. Все это напоминает стратегию казино в Лас-Вегасе и Атлантик-Сити, которая издавна приносила большие прибыли организаторам игры и крайне редко — людям, непосредственно сидящим за игровыми столами.

Комиссионные расходы в торговле опционами могут достигать значительного размера. Например, большинство крупных фирм, ориентированных на обслуживание индивидуальных инвесторов, взимает около 50 дол. комиссионных за выполнение приказа на покупку двух опционов по цене 3 дол. за акцию каждый (всего 600 дол.) и, естественно, столько же за ликвидацию позиции (продажу опционов). Таким образом, у мелкого инвестора, который купит два таких опциона, а затем продаст их по цене 4 дол. за акцию (на общую сумму 800 дол.), ровно половина прибыли уйдет на покрытие операционных расходов. Размещение более крупных приказов позволяет существенно снизить в процентном отношении издержки на комиссию, однако, принимая во внимание краткосрочный характер операций на рынке и такую же краткосрочную ориентацию самих участников торговли, становится очевидным, что в торговле опционами комиссия гораздо сильнее влияет на размер прибылей (или убытков), чем в обычных операциях с акциями.

Далее мы рассмотрим ряд теоретически возможных ситуаций, когда потенциальная прибыль от сделки выглядит весьма привлекательно в сравнении с предполагаемым риском. При этом инвестору всегда следует помнить,

что результатом некоторых подобных операций могут оказаться чистые убытки (учитывая уплаченную комиссию). Интересной иллюстрацией того, как теория вступает в противоречие с практикой, является очаровательная позиция под названием спред «бабочка». Хотя этот пример потребует от читателя приложить некоторые умственные усилия, рассмотрим следующее:

«Длинная» позиция: 1 опцион «колл» на акции XYZ; срок истекает в октябре; цена исполнения 70 дол.; куплен по цене 1 дол. за акцию;

«Короткая» позиция: 2 опциона «колл» на акции XYZ; срок истекает в октябре; цена исполнения 65 дол.; проданы по цене 3 дол. за акцию;

«Длинная» позиция: 1 опцион «колл» на акции XYZ; срок истекает в октябре; цена исполнения 60 дол.; куплен по цене 5 дол. за акцию.

Потраченные на открытие двух «длинных» позиций (покупку опционов) 600 дол., компенсируются 600 дол., полученными от открытия «короткой» позиции (продажи опционов). Если цена упадет ниже 60 дол. за акцию, все опционы будут исполнены, что не принесет инвестору ни прибыли, ни убытка. Если цена, наоборот, поднимется выше 70 дол. за акцию, у инвестора также не будет ни прибыли, ни убытка, так как прибыль от двух «длинных» опционов «колл» уравнивается убытками от двух «коротких» опционов «колл». Наконец, если цена окажется между 60 и 70 дол., инвестор обязательно получит прибыль.

Когда, однако, мы переносим этот пример на практику и начинаем учитывать расходы на комиссию, теоретические прибыли испаряются, а в предполагаемых точках «при своих» (когда нет ни прибыли, ни убытка) инвестор несет чистые убытки. Таким образом, по мнению циников с Уолл-стрит, спред «бабочку» уместнее было бы назвать спредом «крокодил», поскольку комиссионные «съедают тебя заживо».

ОБРАЩАЮЩИЕСЯ НА БИРЖЕ ОПЦИОНЫ «КОЛЛ»

Владение опционом «колл» обычно приносит прибыль, если курс лежащих в его основе акций повышается. Держатель опциона, зафиксировав цену покупки акций, надеется, что курс акций будет быстро и достаточно резко подниматься, что принесет ему прибыль. Покупатель опциона «колл», при условии, что он верно угадал направление движения цен, может реализовать значительную прибыль, используя «плечо» (leverage), когда каждый потраченный доллар работает как несколько долларов. Если инвестор ошибется в своих прогнозах, он рискует потерять все вложенные деньги.

Обращающиеся на бирже опционы, как уже отмечалось, имеют стандартные цены и сроки исполнения. Например, продаваемые на Чикагской опционной бирже опционы на акции компании АТ&Т действительны в течение 90 дней после надписания; их срок истекает в третью субботу января, апреля, июля и октября каждого года. Сроки опционов на другие ценные бумаги могут истекать в феврале, мае, августе и ноябре или в марте, июне, сентябре и декабре. В любой момент могут продаваться только такие опционы, срок которых весьма близок к трем месяцам. В порядке эксперимента опционные

биржи попытались в 1985 г. для некоторых наиболее активно продаваемых и покупаемых опционов установить более короткий срочный цикл. Эксперимент оказался удачным. В настоящее время продаются опционы, срок исполнения которых истекает в текущем или следующем месяце. Кроме того, третий месяц становится очередным месяцем истечения опционов с обычным сроком, которые всегда можно купить в расчете на более отдаленную перспективу. Таким образом, в январе (все экспериментальные циклы истечения сроков опционов начинались именно с этого месяца) продаются опционы, срок действия которых истекает в январе, феврале и апреле. В этом отражаются в целом краткосрочный характер опционного рынка и отсутствие желающих заниматься торговлей шести- и девятимесячными опционами, обычными для традиционного фондового рынка.

Цены исполнения до 25 дол. устанавливаются с интервалом в $2\frac{1}{2}$ пункта, от 25 до 200 дол. — с интервалом 5 пунктов и от 200 дол. — с интервалом в 10 пунктов. Следовательно, цены исполнения опционов на дешевые акции могут равняться $17\frac{1}{2}$, 20 или $22\frac{1}{2}$ дол. за акцию, на средние по стоимости акции — 40, 45 и 50 дол., а на дорогие акции — 250, 260 и 270 дол. Если курс акций поднимается или опускается до очередной точки изменения интервала, новые цены исполнения вводятся обычно через два рабочих дня после этого, за исключением тех случаев, когда по опционам уже наступил месяц истечения их срока действия. Например, цена исполнения опциона на акции, продаваемые по курсу 26 дол., будет в пределах от 25 до 30 дол. за акцию. Если курс этих акций достигнет 30 дол., новая цена исполнения может фиксироваться на уровне 35 дол. и т.д.

Цена исполнения представляет собой сумму в долларах, которую держатель опциона должен заплатить за каждую акцию, если он захочет их купить. За исключением случаев, когда требуется корректировка, прежде всего на выплачиваемые акциями дивиденды или «сплит», опционные контракты «колл» заключаются на 100 штук акций. Таким образом, держатель, например, опциона «колл» на акции компании «Lotus» с истечением срока в январе и ценой исполнения 20 дол. за акцию, для того чтобы исполнить опцион, должен будет заплатить продавцу 2000 дол. Опцион «колл» может быть либо продан, либо исполнен в любой момент времени, пока он остается действительным. После истечения срока опцион уже ничего не стоит, какой бы ни была его стоимость в прошлом.

Если инвестор заплатил 250 дол. премии продавцу опциона «колл» на акции «Lotus» с истечением срока в январе и ценой исполнения 20 дол., теоретически он остается «при своих» при цене акций $22\frac{1}{2}$ дол. за штуку. Для этого он должен исполнить опцион и купить акции по 20 дол. за штуку, а затем немедленно продать их по цене $22\frac{1}{2}$ дол. за штуку. При такой цене он зарабатывает 250 дол., которые полностью покрывают уплаченную им премию, а если цена акций поднимется выше, он получит чистую прибыль. Если, например, цена акций «Lotus» достигнет 25 дол. за штуку, опцион «колл» будет обладать «внутренней» стоимостью (рыночная цена акций минус цена исполнения опциона «колл») 500 дол., что в два раза превосходит первоначальные затраты инвестора. Если, с другой стороны, цена акций «Lotus» упадет до 20 дол. за штуку, инвестор потеряет весь вложенный им капитал.

Хотя опытные опционные спекулянты действительно могут уменьшать свои убытки, продавая обесценивающийся опцион до окончания срока его действия, исключать возможность потери всего вложенного в него капитала никогда не следует. Фактически *вероятность* потери всех инвестированных денег всегда очень велика. Для того чтобы добиться успеха в операциях с опционами «колл», инвестор должен одновременно правильно спрогнозировать три различных фактора:

1. Направление движения цен:
курс акций должен расти,
а не падать и не оставаться неизменным.
2. Время:
ожидаемое повышение курса должно произойти
до окончания срока действия опциона.
3. Степень роста:
курс акций должен настолько превысить цену исполнения,
чтобы покрыть расходы на опцион
(премию и операционные издержки).

Ошибка в прогнозе всего лишь одного фактора сводит на нет значение правильных прогнозов двух других факторов.

Предположив, что рыночная цена акций «Lotus» на момент покупки опциона «колл» была равна 20 дол. за штуку, мы увидим, что повышение цены на 2 пункта за время действия опциона вполне соответствует прогнозу двух из трех факторов, однако означает для инвестора убытки в размере 50 дол. Именно по этой причине операции с опционами представляют большие трудности не только для типичного «розничного» спекулянта, но и для профессионала, выходящего на рынок опционов время от времени.

Тем не менее вероятность того, что акции «Lotus» поднимутся до 25 или даже 30 дол., привлекает инвесторов, обладающих достаточными средствами, чтобы пожертвовать 250 дол. в расчете на удвоение или даже четырехкратное увеличение инвестированного капитала. На фондовом рынке существует очень мало производных от ценных бумаг инструментов, способных приносить столь значительные прибыли за короткий период времени.

На рынке обращающихся на бирже опционов величина премии определяется в ходе свободного торга между покупателями и продавцами в операционном зале биржи. Можно, однако, назвать несколько факторов, которые диктуют размер премии или помогают определить его. Во-первых, существует взаимосвязь между ценой исполнения опциона «колл» и рыночной ценой лежащих в его основе ценных бумаг. В нашем примере мы показали опцион «при деньгах». Если рыночная цена акций и цена исполнения опциона совпадают, это означает, что в цену продажи опциона будет закладываться вероятность повышения рыночной цены акций, за исключением тех случаев, когда срок прекращения действия опциона «колл» уже близок.

Когда опцион «колл» оказывается «в деньгах» (цена исполнения ниже текущей рыночной цены акций), любые изменения курса акций будут очень быстро учитываться в премии, поскольку здесь возникают перспективы про-

ведения арбитражных операций. Например, предположим, что текущая рыночная цена акций «Lotus» равна 22 дол. и опцион «колл» с ценой исполнения 20 дол., срок которого истекает в январе, продается в октябре за 400 дол. При повышении курса акций до 26 дол. премия также должна увеличиться по крайней мере до 600 дол. Если премия останется на прежнем уровне 400 дол., арбитражер поступит самым естественным образом: (1) он «коротко» продаст акции по курсу 26 дол. за штуку; (2) купит опцион «колл» за 400 дол. и немедленно исполнит его; (3) поставит полученные в результате исполнения опциона акции и закроет свою «короткую» позицию. Чистым итогом этих операций окажутся полученные без всякого риска 200 дол. прибыли (2600 дол. поступлений от «короткой» продажи минус 2400 дол. затрат на покупку акций при исполнении опциона и уплату премии). Естественно, на рынке присутствует масса участников торговли, постоянно ищущих подобные возможности; большинство из них работают на крупные брокерские фирмы или институциональных инвесторов, для которых транзакционные издержки не имеют большого значения. Деятельность профессионалов, покупающих на «дешевом» рынке и продающих на «дорогом», автоматически перекрывает арбитражные возможности, подталкивая премии к увеличению, а рыночные цены к снижению до тех пор, пока вновь не будет достигнуто равновесие.

С другой стороны, опционы «колл» «вне денег» не имеют «внутренней» стоимости и представляют собой чистую спекуляцию на будущем росте курса акций. Если, например, акции «Lotus» в момент надписания опциона продавались по 17 дол. за штуку, они могут до окончания срока действия опциона вырасти на 3 пункта, но опцион «колл» на них с ценой исполнения 20 дол. по-прежнему не будет иметь никакой стоимости. Это отсутствие какой-либо осязаемой основы стоимости лишь означает, что величина премий определяется во многом двумя другими участвующими в опционном ценообразовании факторами, которые мы пока не рассматривали.

Логически размышляя, можно предположить, что покупатели будут готовы больше платить за опционы «колл» на какие-нибудь отличающиеся неустойчивостью курса «акции роста», чем за опционы на малоподвижные акции компаний коммунального сектора. Аналогично вероятность сильного роста цены акций существенно увеличивается, если срок действия опционного контракта равен 4 месяцам, а не трем неделям. Следовательно, относительная неустойчивость курса акций и продолжительность опционного периода являются важнейшими факторами, определяющими величину премии, которую готов заплатить покупатель опциона или, с другой стороны, хотел бы получить продавец опциона. Именно этим объясняется тот факт, что опционы «колл» на акции IBM в прошлом достаточно регулярно продавались дороже, чем опционы на большинство других акций. Однако, рассматривая только опционы «колл» на акции IBM, мы обнаружим, что чем отдаленнее срок прекращения действия опциона, тем больше величина премии, хотя цены исполнения опционов могут быть одинаковыми; например, опцион «колл» на IBM со сроком истечения в январе и ценой исполнения 100 дол. будет стоить 600 дол., тогда как цена опциона «колл» на те же акции и с той же ценой исполнения, но со сроком истечения в апреле окажется по крайней мере на 100 дол. выше.

Именно из-за того, что долларовая цена опционов «вне денег» жестко детерминируется двумя указанными субъективными факторами, а рынок отличается в высшей степени спекулятивным характером, у участника опционной торговли появляется шанс превратить свои 50 дол. в несколько сотен долларов или даже больше. Вообще говоря, большинству инвесторов не следует клевать на эту «дешевую» приманку. Иногда низкая цена опционов «колл» «вне денег» действительно определяется реальными факторами; вместе с тем дешевизна опционов вполне может означать, что рынок не видит больших перспектив повышения курса лежащих в их основе акций. Успех в сделках с опционами такого рода объясняется скорее предположением о том, что всегда найдутся еще большие глупцы, нежели соизмерением риска. С точки зрения циников, подобные опционы являются величайшим способом надувательства простаков на Уолл-стрит.

ПРОДАЖА ПОКРЫТЫХ ОПЦИОНОВ «КОЛЛ»

Данная стратегия продажи (writing) опционов наиболее проста, консервативна и обычна. Это — единственная стратегия, которой отдают предпочтение институциональные участники рынка, а также единственно приемлемая для типичного мелкого инвестора. Стратегия предполагает продажу опциона «колл», когда лежащие в его основе обыкновенные акции или их эквивалент (например, конвертируемые облигации) уже имеются на руках у продавца.

Предположим, например, что клиент покупает 100 акций компании IBM по цене 96 дол. за штуку и одновременно продает 1 опцион на акции IBM со сроком истечения в январе и ценой исполнения 95 дол. за штуку за 800 дол. Таким образом, при продаже покрытого опциона не надо выполнять требования о внесении гарантийного депозита (требования поддержания маржи), поэтому сумма полученной премии за опцион может быть вычтена из суммы расходов на покупку акций, в результате чего первоначально инвестированный клиентом капитал составит 8800 дол. Если цена акций в течение января останется неизменной, возрастет на любую величину или упадет не более чем на 1 дол. за штуку, опцион «колл» будет исполнен, что принесет инвестору прибыль в размере не менее 700 дол. При исполнении опциона инвестору придется продать акции, которые он купил по 96 дол., за 95 дол. за штуку, что формально обернется для него убытком в 100 дол. С другой стороны, сумма опционной премии гораздо больше, чем этот убыток.

В действительности, даже при падении курса акций IBM не более чем на 8 пунктов, опционная позиция в целом остается прибыльной до окончания срока действия опциона. Продажа акций по цене 88 дол. за штуку приносит 800 дол. убытка, однако при любой цене меньше 95 дол. опцион исполнен не будет, тогда как уплаченная продавцу опциона премия в размере 800 дол. останется в его распоряжении. Следовательно, продажа акций по любой цене, превышающей 88 дол., должна, с учетом опционной премии, принести инвестору чистую прибыль, хотя закрытие позиции по акциям само по себе оказывается убыточным. Иллюстрируя сказанное, отметим, что продажа акций IBM по курсу 92 дол. за штуку фиксирует 400 дол. убытка, однако с учетом опционной премии означает 400 дол. чистого дохода.

Чтобы у читателя не сложилось впечатление, что продажа покрытого опциона «колл» всегда беспроеигрышна, рассмотрим ситуацию, когда курс акций IBM непосредственно перед окончанием срока действия опциона поднялся до 120 дол. Естественно, опцион будет немедленно исполнен по согласованной цене 95 дол. за акцию; при этом премия в 800 дол. покажется продавцу опциона жалкими крохами по сравнению с тем, что он мог бы заработать, продав акции по текущему рыночному курсу. Аналогично, если курс акций IBM упадет до 70 дол., убытки, фиксируемые продажей акций, существенно превысят сумму премии.

У продавца опциона «колл» нет нужды фиксировать в опционном контракте цену исполнения, близкую к текущей рыночной цене лежащих в его основе акций, как это было в приведенном нами примере. Продажа опционов «колл» «вне денег» производится, как правило, за меньшую премию, однако позволяет рассчитывать на получение большего дохода в результате повышения курса лежащих в основе опциона ценных бумаг. Продажа опционов «колл» «глубоко в деньгах» не дает большой надежды на дополнительную прибыль в связи с повышением цены акций, но приносит продавцу высокие премии и, следовательно, в большей степени страхует его от убытков в случае падения курса. В рассмотренном выше примере инвестор, вероятно, больше рассчитывает на рост курса акций. В тот же самый день, когда опционы «колл» на акции IBM со сроком истечения в январе и ценой исполнения 95 дол. продавались за 800 дол., точно такие же опционы, но с ценой исполнения 105 дол. можно было купить за 288 дол. Таким образом, покупка 100 акций IBM по курсу 96 дол. и продажа опциона «колл» на январь с ценой исполнения 105 дол. дает возможность заработать на исполнении опциона 1188 дол. Если за время действия опциона цена акций IBM окажется в промежутке между ценой, по которой они были куплены, и ценой исполнения опциона, продавец опциона получит прибыль от продажи акций на открытом рынке и 288 дол. премии. Например, продажа акций по курсу 100 дол. дает возможность получить общую прибыль в размере 688 дол. Конечно, если рыночный курс акций превысит 105 дол., дальнейшего увеличения прибыли продавца опциона не произойдет, поскольку опцион будет исполнен. Из-за относительно небольшой премии точка, при которой продавец опциона не имеет ни прибыли, ни убытков, достигается при падении курса акций всего лишь до $93\frac{1}{8}$ дол.

Инвестор, более обеспокоенный возможной «слабостью» рынка, может подписать опцион «колл» «глубоко в деньгах», чтобы застраховать себя от временного падения курса ценных бумаг. В этом случае инвестор покупает 100 акций IBM по курсу 96 дол. и продает опцион «колл» на них со сроком истечения в январе и ценой исполнения 85 дол. приблизительно за 1700 дол. Таким образом, продавец опциона не несет наличных убытков до тех пор, пока курс акций IBM не упадет ниже 79 дол., т.е. более чем на 18%. Пока цена акций будет оставаться выше 85 дол., опцион может быть исполнен, и акции, купленные по 96 дол. за штуку, будучи проданными по 85 дол. за штуку, в итоге, с учетом опционной премии, принесут инвестору прибыль в размере 600 дол.

Таким образом, подобные опционы «колл» гарантируют инвестору прибыль от операции при достаточно широком диапазоне колебаний цены ак-

ций. В данном примере, если курс акций IBM (1) поднимется, (2) останется неизменным или (3) упадет не более чем на 11 пунктов, опционная позиция принесет инвестору прибыль не менее 600 дол. В действительности, даже при падении рыночной цены акций на 17 пунктов, может быть получена некоторая прибыль. Главная проблема при продаже таких опционов — найти покупателя. Типичный покупатель опционов «колл» стремится использовать «плечо» и готов нести ограниченный риск, обычно в размере удвоенного минимально необходимого собственного капитала. В результате, хотя продавец опциона и рад продать его за 1700 дол., покупатель больше заинтересован в приобретении опциона стоимостью 600 или даже 288 дол.

Естественно, все приведенные нами примеры основаны на предпосылках, которые не часто встречаются в действительности. Взимание комиссионных на практике, как правило, делает открытие одной опционной позиции «колл» на 100 акций невыгодным, хотя наличие множества позиций позволяет заметно снизить издержки на комиссию в процентном выражении. Кроме того, в наших примерах мы предполагали, что опционная позиция не закрывается до окончания срока действия опциона, что в реальной жизни бывает крайне редко. В отличие от американских опционных рынков, на рынках по другую сторону Атлантики распространены так называемые европейские опционы, которые могут быть исполнены только в строго установленный промежуток времени незадолго до окончания срока их действия (и по этой причине стоят дешевле, чем их американские аналоги). В теоретических примерах, описанных на страницах нашей книги, мы, ради удобства, рассматривали именно европейский опцион. В действительности, раннее исполнение опционов является вполне обычным, особенно при приближении даты, начиная с которой новые владельцы акций теряют право на очередной дивиденд; в этот период появляются большие возможности для проведения различных арбитражных операций.

Продажа покрытых опционов «колл» может показаться достаточно привлекательной консервативному (и терпеливому) инвестору с точки зрения общей нормы прибыли на вложенный капитал. Здесь имеется в виду, что совокупный доход, полученный в форме премии, дивидендов по акциям и возможной ограниченной переоценки рыночной стоимости акций в сторону повышения, может превысить доход от простого владения портфелем акций. Во всяком случае, не подлежит сомнению тот факт, что покупатели опционов склонны переплачивать за них. Однако рынок, как всегда, реагирует на это по-своему, становясь еще более эффективным. По мере совершенствования методов анализа опционного рынка выявление завышения премий становится все проще. Тем не менее продажа подобных опционов по-прежнему приносит неплохие результаты, если инвестор обладает достаточным терпением, чтобы разработать последовательность своих действий, и достаточным здравым смыслом, чтобы не жалеть об упущенных из-за слишком низкой цены исполнения опциона прибылях при внезапном резком росте курса акций.

Насколько хороши эти «неплохие» результаты? Большинство профессионалов склонно думать, что сложный доход в размере 12—18% до уплаты налогов, в зависимости от степени агрессивности программы инвестора, является вполне приемлемым. Если оставить в стороне недавние высокие процентные

ставки, порожденные инфляцией, крайне редко удается достичь таких норм прибыли, не занимаясь в высшей степени спекулятивными операциями. Например, если предположить, что стоимость портфеля инвестиций ежегодно растет на 15%, то за десять лет она вырастет с 10 000 дол. до почти 51 000 дол. Продажа покрытых опционов вряд ли может принести доходы, сопоставимые с прибылями, которые порой получают инвесторы-спекулянты, однако она оберегает продавца и от потери всего инвестированного капитала, что часто случается со спекулянтами.

ОПЦИОНЫ «ПУТ»

Спекулянт, стремящийся воспользоваться падением курсов и заработать на этом деньги, может просто «коротко» продать акции. При этом ему придется взять ценные бумаги взаймы, продать их и, если его прогноз в отношении движения курса оправдается, купить их позднее вновь, но уже по более низкой цене. Другими словами, спекулянт просто покупает дешево, а продает дорого; он всего лишь производит эти действия в обратном порядке. Неприятным аспектом всех этих манипуляций является то, что если курс ценной бумаги будет, вопреки ожиданиям, не падать, а расти, потенциальные убытки могут быть неограниченно велики. Такая перспектива способна отпугнуть любого инвестора.

С другой стороны, опцион «пут» дает возможность заработать деньги на падении курса, однако ограничивает риск инвестора стоимостью опциона. В связи с тем что опцион «пут» дает своему держателю право продать ценные бумаги по фиксированной цене, он позволяет ему совершить «короткую» продажу в некотором роде задним числом, т.е. продать ценные бумаги лишь тогда, когда их цена достигнет необходимого уровня.

Предположим, что участник рынка прогнозирует падение курса акций корпорации XYZ с 50 до 35 дол. и покупает один опцион «пут» на эти акции со сроком истечения в августе и ценой исполнения 50 дол. за штуку за 300 дол. Если курс действительно понизится до 35 дол., опцион «пут» будет обладать «внутренней» стоимостью 1500 дол., что в пять раз превышает первоначальные затраты инвестора на его покупку. В этот момент владелец опциона может либо потребовать его исполнения, продав акции по 50 дол. за штуку при их текущей рыночной цене 35 дол., либо перепродать «пут» другому инвестору по его приблизительной «внутренней» стоимости. Последнее обычно бывает предпочтительней, если сумма премии в значительной степени определялась с учетом доходов будущего периода.

Если на рынке, вопреки ожиданиям, будет наблюдаться подъем, убытки держателя опциона «пут» ограничатся суммой уплаченной премии. Этот фактор часто имеет большое значение для достижения успеха в фондовых операциях в силу самой психологии «короткой» продажи. Боязнь понести неограниченные убытки заставляет «коротких» продавцов нервничать и часто вынуждает их «закрывать» преждевременно, чуть ли не при первых признаках быстрого роста курсов. При таких обстоятельствах уплаченная за опцион «пут» премия успокаивает инвесторов и в то же время не лишает их надежды получить прибыль. Держатели опционов «пут» знают, что не могут потерять боль-

ше денег, чем они потратили на покупку опциона, и поэтому не вздрагивают при малейшем кратковременном изменении в направлении движения рыночных цен.

Опционы «пут» могут также использоваться для ограничения риска по «длинным» позициям. Предположим, что инвестор заинтересовался долгосрочными перспективами акций корпорации CDE, относящихся к категории неустойчивых «акций роста». Понимая, что он может ошибаться относительно этих перспектив, инвестор покупает 100 акций корпорации по курсу 60 дол. и один опцион «пут» на эти акции со сроком истечения в октябре и ценой исполнения 60 дол. за 450 дол. В этом случае его убытки ограничатся 450 дол. премии, так как в любой момент до истечения срока опциона в октябре он имеет право продать акции по той же цене, по которой их купил, вне зависимости от того, как низко за это время упадет их курс. Если же курс акций CDE будет, как и предполагалось, повышаться, опцион «пут» останется неисполненным (или будет перепродан владельцем, естественно, дешевле, чем он его купил). Конечно, при этом доходность «длинной» позиции снижается, однако инвестор ради того, чтобы иметь на руках «страховой полис», готов с этим мириться.

ПРОДАЖА ОПЦИОНОВ «ПУТ»

Поскольку продавцы опционов «колл» в целом нейтрально относятся к падению курсов акций, логично предположить, что продавцы опционов «пут» так же безразличны к повышению цен на акции. По мере роста рыночных цен премии по опционам «пут» уменьшаются настолько, что продавец этих опционов может выкупить их назад за меньшую цену либо просто дождаться, пока истечет срок их действия. Кроме того, продавец опциона может попытаться купить акции дешевле, чем они стоят на рынке в данный момент. Например, предположим, что инвестору хотелось бы купить акции компании FGH по цене 36 дол. за штуку, тогда как их текущая рыночная цена равна 39 дол. Продав опцион «пут» на акции FGH со сроком истечения в марте и ценой исполнения 40 дол. за 400 дол., инвестор фактически покупает эти акции по эффективной цене 36 дол. до тех пор, пока их рыночная цена остается ниже 40 дол. Конечно, опцион в конечном счете будет исполнен, и его надписатель заплатит 4000 дол. за 100 акций. Однако он уже получил 400 дол. в виде премии, поэтому его действительные наличные издержки на покупку составят всего 3600 дол. Если рыночная цена акций упадет ниже 36 дол., инвестору придется заплатить больше их текущей рыночной стоимости, хотя, как показывает практика, это не слишком беспокоит долгосрочных покупателей ценных бумаг. С другой стороны, при росте курса акций выше 40 дол. опцион «пут» останется неисполненным и, следовательно, акции купить не удастся. В этом случае надписатель опциона будет слегка разочарован, однако он всегда сможет утешиться 400 дол. премии в его кармане.

«СТРЭДДЛЫ» И КОМБИНАЦИИ

Наличие большого разнообразия обращающихся на биржах опционов «пут» и «колл» позволяет структурировать опционные позиции таким образом, что

они оказываются прибыльными вне зависимости от того, в каком направлении будут двигаться цены на лежащие в их основе акции; необходимо лишь, чтобы колебания цен в течение короткого периода времени были достаточно значительными. Покупка опционов «пут» и «колл» на одни и те же акции, с одинаковыми сроками истечения и ценами исполнения называется «длинным стрэддлом». Если выбранные опционы различаются по срокам действия, ценам исполнения или по тому и другому, опционную позицию обычно называют *комбинацией (combination)* или просто «комбо».

Предположим, что акции компании MNO отличаются неустойчивостью курса из-за слухов о скором поглощении компании. Фондовый спекулянт хорошо понимает, что следует ожидать резкого изменения курса этих акций, однако направление этих изменений абсолютно непредсказуемо. В связи с этим участник рынка делает ставку на «стрэддл», одновременно покупая опционы «колл» и «пут» на эти акции со сроками истечения в январе и ценой исполнения 75 дол. При текущей рыночной цене акций 78 дол., предположим, что опционы стоят 500 дол. и 200 дол. соответственно, т.е. 700 дол. в сумме. Владелец опционов получит прибыль, если рыночный курс акций поднимется выше 82 дол. или упадет ниже 68 дол.; эти «пограничные» цены определяются как цена исполнения плюс и минус *суммарная* премия. Как только курс акций достигнет одного из этих уровней, участнику рынка потребуется принять решение о том, когда следует закрыть позицию. Если курс акций достиг отметки 82 дол. и имеются признаки его дальнейшего роста, инвестору надо немедленно и по любой цене (вероятно, весьма низкой) продать свой опцион «пут» и в зависимости от его прогноза рынка сохранить или исполнить опцион «колл». Противоположные действия следует совершать, когда курс акций упал до 68 дол. и высока вероятность его дальнейшего снижения. Хотя вся данная опционная позиция называется одним термином, она состоит из двух абсолютно не связанных друг с другом контрактов. На практике при редком стечении обстоятельств ловкий спекулянт может на каждой «ноге» позиции заработать деньги. Точки «при своих», однако, рассчитываются, исходя из предположения, что подобное стечение обстоятельств в высшей степени невероятно. Ко времени прекращения действия опционных контрактов курс акций, очевидно, будет или выше или ниже 75 дол., что делает один из опционов абсолютно убыточным. Следовательно, прибыль, принесенная другим опционом, должна не только компенсировать затраты на его приобретение, но и покрыть расходы на покупку «проигравшего» опциона.

Обычной разновидностью данной стратегии является комбинация из двух опционов «вне денег», например, опциона «колл» на акции STU со сроком в феврале и ценой исполнения 30 дол. и опциона «пут» на те же акции со сроком в феврале и ценой исполнения 25 дол., купленных в тот момент, когда текущая цена этих акций равнялась 27 дол. В связи с тем что ни один из опционов на момент их покупки не обладает «внутренней» стоимостью, расходы на открытие такой позиции, вероятно, окажутся относительно низкими. В этом случае точки «при своих» также определяются сложением цены исполнения опциона «колл» и суммарной премии в расчете на одну акцию и вычитанием из цены исполнения опциона «пут» суммарной премии.

Участники рынка, уверенные, что цена данных акций не слишком изменится по сравнению с текущим уровнем, могут продать «стрэддл» и довольствоваться двумя премиями за вычетом любых возможных убытков от роста или падения курса. Если они готовы согласиться на меньшую премию в обмен на меньший риск в связи с колебанием цены, возможна одновременная продажа опциона «пут» с ценой исполнения ниже текущего рыночного курса ценной бумаги и опциона «колл» с ценой исполнения выше текущего курса. Такую комбинацию иногда называют «широкий шаг», или «удушение». Последнее название, вероятно, связано с состоянием владельцев такой позиции, когда курс акций, лежащих в основе их опционов, резко взлетает или падает и результатом становятся незначительные прибыли от одного опциона и громадные убытки от другого.

СПРЕДЫ

Покупатели опционов используют «стрэддлы» и комбинации, когда ожидают резких колебаний фондовых цен; типичный спред (spread) является средством извлечения прибыли в случае относительно небольших колебаний курсов акций. Спреды могут применяться в условиях растущих, падающих или стабильных курсов, однако наиболее полезными они бывают, как правило, в ситуации, когда никаких кардинальных изменений в уровне цен не предполагается. Если рынок движется согласно прогнозу инвестора, его прибыль от спреда обычно превышает доход по открытым «длинным» или «коротким» опционным позициям. Если же прогноз оказывается неверным, убытки инвестора меньше, чем от простого владения опционом «колл» или «пут». Существенным недостатком спреда является то, что размер приносимой им прибыли ограничен и часто может быть предсказан заранее. Таким образом, любители спредов могут перехитрить самих себя и упустить большие прибыли, возникающие в результате резких ценовых колебаний, что лишний раз подтверждает простую истину фондового рынка: «Нельзя получить что-то, не рискуя ничем».

Существует множество различных форм спреда. В качестве иллюстрации принципов действия одного из наиболее обычных видов спреда предположим, что инвестор ожидает повышения курса акций компании RST с нынешних 63 дол. до 70 дол. При текущей рыночной цене акций 63 дол. наиболее вероятными ценами исполнения опционов «колл» на них будут 60, 65 и 70 дол. Предполагая рост курса акций, инвестор может *купить* один опцион «колл» на акции RST со сроком истечения в январе и ценой исполнения 60 дол. и одновременно *продать* один опцион «колл» на эти же акции со сроком истечения в январе и ценой исполнения 70 дол. При этом премия за первый опцион будет около 500 дол., тогда как второй опцион может стоить всего 100 дол., поскольку он на 7 пунктов «вне денег». Таким образом, спред, или разница между опционными премиями, составит 400 дол.

Цель инвестора в том, чтобы этот спред увеличился или уменьшился. В приведенном нами примере спред называют «дебетовым» (debit), так как расходы на «длинный» (купленный) опцион превышают премию, полученную за «короткий» (проданный) опцион. Имея такую позицию, инвестор

может реализовать прибыль только при условии увеличения дебетового спреда, что произойдет, если курс акций RST будет расти. Например, к моменту истечения срока опционов «колл» рыночная цена акций RST достигнет 70 дол.; в этом случае опцион с ценой исполнения 60 дол. будет стоить 1000 дол., однако опцион с ценой исполнения 70 дол. не будет стоить ничего. Для инвестора это означает, что он получает 500 дол. прибыли на своей «длинной» позиции (на опционе «колл» с ценой исполнения 60 дол.) и 100 дол. — на оставшемся неисполненным опционе с ценой исполнения 70 дол., который он продал. Другими словами, спред увеличился с 400 дол. до 1000 дол., и инвестор положил в карман 600 дол. разницы. Вместе с тем легко увидеть, что при повышении курса акций RST до 80 дол. прибыль инвестора по-прежнему не превысит 600 дол., так как каждый дополнительный доллар прибыли по опциону «колл» с ценой исполнения 60 дол. будет уравниваться соответствующим дополнительным долларом убытка по «короткой» опционной позиции «колл» с ценой исполнения 70 дол.

Если курс акций, вопреки ожиданиям, упадет и стабилизируется ниже отметки 60 дол., оба опциона останутся неисполненными. Убыток по опциону «колл» с ценой исполнения 60 дол. удастся сократить на 100 дол. премии за опцион с ценой исполнения 70 дол., так как он также не будет исполнен. В данном случае мы имеем дело с уменьшением спреда, результатом чего является чистый убыток. Исходя из этого соображения, читатель может сделать вывод, что инвестор, играющий на понижение («медведь»), должен совершить прямо противоположные рассмотренным в нашем примере действия, т.е. продать опцион «колл» с ценой исполнения 60 дол., одновременно купить опцион «колл» с ценой исполнения 70 дол. и, таким образом, создать «кредитный» спред в размере 400 дол. Для того чтобы кредитные спреды оказались прибыльными, они должны уменьшаться, причем максимальное уменьшение спреда наблюдается в том случае, когда оба опциона остаются неисполненными и спред в этой точке равен нулю.

Еще одним распространенным видом спредов является *календарный* спред. Эта стратегия предполагает использование некоторых закономерностей установления цен на опционы, в частности то, что опцион с близкой датой истечения срока утрачивает свою временную (срочную) стоимость быстрее, чем опцион на более продолжительный срок. Сказанное, конечно, не значит, что прибыли в этом случае предопределены; имеется в виду только то, что обычно уменьшение срочной стоимости опциона в условиях относительно стабильного рынка реализуется в прибыли.

Предположим, что в декабре акции XYZ продаются по 24 дол. за штуку. Опционы «пут» на эти акции с истечением срока в феврале и ценой исполнения 25 дол. продаются по 300 дол., а такие же опционы «пут» на май стоят 425 дол. Инвестор, рассчитывающий, что курс акций не претерпит значительных изменений, может купить опцион «пут» на май и одновременно продать опцион «пут» на февраль, получив в результате дебетовый спред в размере 125 дол. Если в феврале рынок действительно останется неизменным, февральский «пут» по мере уменьшения своей временной стоимости будет приближаться к «внутренней» стоимости в размере 100 дол.; действительно, если времени до наступления даты истечения срока опциона «пут»

уже не остается, никто не заплатит за него больше, чем он фактически стоит. С другой стороны, опцион «пут» со сроком истечения в мае имеет такую же «внутреннюю» стоимость, но будет оставаться действительным в течение еще 90 дней. Таким образом, инвестор может выкупить февральский опцион «пут» с ценой исполнения 25 дол. приблизительно за 100 дол. и продать майский опцион «пут» за 300 дол. Поскольку 125 дол. были потеряны на майском опционе «пут», а 200 дол. заработаны на февральском опционе «пут», чистая прибыль инвестора в результате всех перечисленных выше операций составит 75 дол. Затраты на создание описанного в нашем примере спреда составили всего 125 дол. первоначальной дебетовой разницы, поэтому доход, полученный на вложенный капитал, выглядит весьма привлекательно. Резкий подъем цен на фондовом рынке может, однако, нарушить все планы инвестора: если такое случается, убытки, понесенные на опционе с более близким сроком, как правило, превышают любую прибыль от опциона с более далеким сроком истечения. Лучше всего данная стратегия реализуется с акциями, вероятность резкого роста курса которых после продолжительного снижения мала.

Несмотря на свою очевидную привлекательность, спреды обычно мало пригодны для рядового инвестора, даже имеющего опыт работы с опционами. Одна из причин этого заключается в комиссионных расходах, которые по меньшей мере вдвое превышают затраты на комиссию при обычных покупках и продажах ценных бумаг. Учитывая, что прибыль от позиций спреда изначально ограничена, дополнительные операционные расходы, весьма вероятно, существенно сократят прибыль инвестора, если она вообще будет получена. Добавьте к этому предположение, что любые прибыли на спреде будут, скорее всего, рассматриваться как краткосрочный реализованный прирост капитала (а в налоговом законодательстве разница между краткосрочным и долгосрочным реализованным приростом капитала проводится очень четко), и вы придете к неизбежному выводу, что все эти изощренные способы игры на фондовом рынке лучше оставить профессионалам².

ИНДЕКСНЫЕ ОПЦИОНЫ

Одним из самых захватывающих событий в развитии индустрии ценных бумаг стало введение опционов на изменения цен ряда акций, отражаемые различными индикаторами фондового рынка. В настоящее время инвесторы имеют возможность «покупать весь рынок», не обращая внимания на отдельные акции. Кроме того, они могут ограждать свои диверсифицированные портфели инвестиций от риска резких спадов на рынке путем покупки опционов «пут» или продажи опционов «колл» на индекс, не прибегая к варьированию структуры (содержания) портфелей.

² Читатель, проявляющий особый интерес к опционам и, в частности, к опционным стратегиям, не относящимся к 20 наиболее распространенным, может обратиться к одной из нескольких превосходных книг, посвященных данной тематике. Одной из них является книга: Gary L. Gastineau, *The Options Manual* (New York: McGraw-Hill, 1988), которая, помимо прочего, включает в себя обширную аннотированную библиографию. Тем, кто интересуется фьючерсными опционами, можно порекомендовать книгу: John W. Labuszewski and Jeanne Cairns Sinquefeld, *Inside the Commodity Option Markets* (New York: Wiley, 1985).

Впервые идея введения индексных опционов возникла в связи с появлением фьючерсных контрактов на основе фондовых индексов, которые мы рассмотрим позднее. Торговля фьючерсами стала весьма популярной среди институциональных инвесторов и брокеров, однако сам механизм торговли и требования к поддержанию маржи на фьючерсном рынке фактически делали эти операции недоступными для рядовых инвесторов. С другой стороны, ко времени появления фондовых фьючерсов опционы существовали уже давно и были хорошо известны участникам рынка. Наиболее опытные инвесторы вполне разбирались в основных опционных стратегиях. Кроме того, разовые изменения цены на опционы равнялись привычным по обычному рынку акций $\frac{1}{8}$ пункта, тогда как принципы установления цен на фьючерсы были несколько другими. Некоторые инвесторы полагали, что, прежде чем таблицы цен на фьючерсы будут столь же понятны, как и колонки цен рынка акций, необходимо как следует получиться и набраться опыта. Наконец, маржа в торговле фьючерсами существенно превышает премии за индексные опционы; например, фьючерсный контракт на индекс «*Standard & Poor's 500*» стоит 6000 дол., тогда как стоимость большинства индексных опционов «пут» и «колл» не превышает нескольких сотен долларов.

Наиболее популярным среди индексных опционов является опцион на фондовый индекс «*Standard & Poor's 100*», который обычно называют по его обозначению на ленте тикера — ОЕХ. Этот индекс возник, в известной мере, вынужденно и призван отражать движение цен акций — «голубых фишек», поскольку компания «*Dow Jones*» отказалась разрешить использовать в опционной торговле свой самый известный средний показатель курсов акций 30 промышленных компаний. В действительности опционный контракт на этот индекс сначала назывался опционом «СВОЕ 100» (опционом на Чикагский опционный биржевой индекс курсов 100 акций) и позднее, после подписания лицензионного соглашения с фирмой «S&P», был переименован. Интересно отметить тот факт, что опцион на индекс «*Standard & Poor's 500*» пользовался гораздо меньшей популярностью по сравнению с фьючерсными контрактами на тот же индекс, на долю которых выпал величайший успех за всю короткую историю финансовых фьючерсов. Опционы на фьючерсные контракты также хорошо зарекомендовали себя.

Впервые появившись в марте 1983 г., ОЕХ сразу же оказался в центре внимания различных бирж, которые немедленно попытались организовать торговлю своими, конкурирующими с ОЕХ, индексными опционами, однако сколько-нибудь значительного успеха достичь не смогли. Вторым по популярности индексным опционом является опцион на Индекс основного рынка (ХМ1), представляющий собой разработанный на Атех эквивалент среднего показателя курсов акций промышленных компаний *Dow Jones*. На Нью-Йоркской фондовой бирже ведется торговля опционами на составной индекс этой биржи (NYA) и опционами с удвоенной по сравнению с NYA стоимостью, обозначаемыми NDX. NDX появились в 1984 г. в целях привлечения институциональных инвесторов, которым в качестве инструмента хеджирования требовались более крупные опционные контракты. В январе 1985 г. Филадельфийская фондовая биржа организовала торговлю опционами на Стоимостный линейный индекс 1700 акций (XVL), «отпочковавшимися» от фьючерсных контрактов, продаваемых на срочной Товарной бирже Канзаса.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ИНДЕКСНЫХ ОПЦИОНОВ

Индексные опционные контракты дают участникам рынка возможность сконцентрироваться на основных тенденциях конъюнктуры рынка, не рискуя ошибиться в прогнозе направления движения цен отдельных акций или отраслевых групп акций. Многие знакомы со старыми поговорками: «Нельзя купить рынок» и «Фондового рынка в целом нет, есть только рынок отдельных акций». Эти поговорки подчеркивают, что инвестор должен действовать избирательно, т.е. выбрать для себя акции какого-нибудь эмитента или даже нескольких эмитентов и подготовиться смириться с тем, что выбор окажется неправильным. На рынке в целом может наблюдаться подъем, однако курс выбранных инвестором акций будет оставаться прежним (или даже снижаться).

Если у инвестора достаточно денег, он может диверсифицировать портфель своих инвестиций таким образом, что почти оградит себя от рисков, присущих отдельным фирмам или отраслям. Диверсификация, однако, не спасает при общем спаде на рынке. Систематический риск, присущий любой позиции по ценным бумагам, в том и состоит, что при общем спаде на рынке курсы большинства акций падают. Фактически, можно «вместе с водой выплеснуть ребенка».

Одним из средств снижения рыночного риска являются индексные опционы. Предположим, менеджер пенсионного фонда управляет большим портфелем инвестиций, состоящим из акций — «голубых фишек». Его задача состоит в долгосрочном вложении всех имеющихся в наличии средств, поэтому он не предпринимает попыток угадывать время поворотов рыночной тенденции. Действительно, очень большие затраты на ликвидацию портфеля и формирование нового фактически исключают возможность активного управления портфелем, даже если суждения менеджера о направлении движения цен оказываются верными. Вместе с тем, опасаясь приближающегося резкого падения курсов, менеджер может купить опционы NYA «пут», которые лучше всего отражают неустойчивость его конкретного портфеля инвестиций. Если на рынке действительно произойдет спад, снижение рыночной стоимости его портфеля будет, по крайней мере отчасти, компенсировано увеличением стоимости опционов «пут», которые, отражая реальное движение фондовых цен, растут в цене, когда на рынке наблюдается спад. Если на рынке, вопреки ожиданиям менеджера, будет наблюдаться подъем, уплаченные за опционы премии превратятся в чистый убыток, однако рыночная стоимость портфеля возрастет. Например, проницательный портфельный менеджер, заранее почувствовавший приближение биржевого краха 1987 г., мог купить ряд опционов «пут» на индекс, отражающий стоимость его портфеля, и, следовательно, при резком падении курсов пострадать значительно меньше, чем другие, либо вообще не понести убытков.

Одна из главных проблем, с которой сталкиваются современные институциональные «денежные» менеджеры, порождена безумным желанием вскочить в последний момент в быстро набирающий скорость поезд рынка «быков». Стремительный подъем на рынке в августе 1982 г. хорошо иллюстрирует опасность оказаться «чужим на празднике жизни», имея открытой «длинную» позицию по «оборонительным» ценным бумагам или большую денеж-

ную наличность. Люди, подумавшие тогда, что начавшийся рост фондовых цен является всего лишь краткосрочной вспышкой, очень дорого заплатили за свою ошибку упущенными прибылями.

Предположим, что менеджер взаимного фонда контролирует портфель акций стоимостью 70 млн дол. и не знает, в каком направлении в ближайшее время двинутся цены фондового рынка. У него есть резерв в размере 3 млн дол. наличными, однако он не хочет менять структуру портфеля или вкладывать резерв до тех пор, пока направление движения рыночных цен не прояснится. Хорошо понимая, что самой большой опасностью для него являются недоинвестиции, он покупает 1000 опционов ОЕХ «колл» со сроком истечения в мае и ценой исполнения 175 дол. за 400 дол. каждый (на общую сумму 400 тыс. дол.) при текущем значении индекса «Standard & Poor's 100» 177.

Теперь предположим, что на рынке зафиксирован 10%-й рост цен и индекс достиг отметки 194,7. При этом «внутренняя» стоимость майских опционов «колл» с ценой исполнения 175 дол. равна по меньшей мере 19,7 пункта. 1000 этих опционов стоит минимум 1970 тыс. дол., что почти в пять раз превышает первоначальные затраты на них. Если опционы «колл» имеют к тому же значительную временную (срочную) стоимость, менеджер может с легкостью продать их и реинвестировать поступления. Если же срок опционов истекает, они, вероятно, будут исполнены, что также принесет менеджеру наличность, инвестируемую в акции. Хотя в это время курсы акций будут приблизительно на 10% выше, чем прежде, менеджер все равно располагает дополнительными 1,5 млн дол., которые может потратить на покупку акций.

Еще одним возможным способом использования индексных опционов, представляющих рынок в целом, является создание своеобразного индексированного фонда. Менеджер, стремящийся «удвоить» для себя эффект от динамики рыночных цен, может инвестировать имеющиеся в наличии средства в свободные от риска казначейские векселя, а «поток доходов» (фактически накопленный дисконт) реинвестировать в индексные опционы «колл». При условии правильного соотношения этих инвестиций данная стратегия должна иметь высокую степень корреляции с выбранным индикатором рынка, однако она не требует больших затрат, поскольку фактических покупок или продаж акций не производится. Данную стратегию даже легче реализовать с помощью фьючерсных контрактов на основе фондовых индексов, а не индексных опционов. Однако многие институциональные инвесторы имеют серьезные ограничения правового или процедурного характера на участие в торговле фьючерсами, а операции с казначейскими векселями и индексными опционами приносят им те же результаты без нарушения установленных правил фидуциарного инвестирования.

Успех торговли индексными опционами породил новые проблемы. Являясь по своей сути производными ценными бумагами, опционы не создают нового капитала непосредственно. Тем не менее сторонники опционной торговли быстро провели впечатляющие исследования, результаты которых однозначно свидетельствуют в пользу того, что опционные рынки способствуют процессу капиталообразования. В исследованиях содержится вывод, что наличие активного и ликвидного рынка опционов позволяет пере-

распределять риски таким образом, что гаранты размещения новых выпусков и «позиционные» торговцы на срочных рынках проявляют большее желание вкладывать собственные капиталы ради того, чтобы их клиенты могли увеличить свои капиталы. Учитывая возрастающие размеры и скорость сделок на рынке капиталов в наше время, становится очевидным, что данный аргумент содержит большую долю правды. Очень немногие брокеры готовы вложить в одну операцию несколько сотен тысяч долларов собственного капитала, не имея в своем распоряжении какого-либо механизма переложения риска. На практике институциональные инвесторы регулярно требуют от брокеров услуги по переложению риска, и представляется весьма сомнительным, что нынешний уровень институциональных инвестиций был бы возможен без существования опционных рынков.

Тем не менее трудно отрицать, что многие инвесторы, вместо того чтобы покупать ценные бумаги, приобретают индексные опционы, просто делая ставку на то или иное направление движения рынка. Более того, индексные опционы фактически «пожрали» своих «собратьев», в основе которых лежали акции, подобно тому, как эти последние в свое время оттянули деньги с рынков акций Американской фондовой биржи, региональных бирж и внебиржевого рынка. Средства, которые могли бы быть направлены на покупку акций мелких и новых венчурных компаний, вместо этого вкладывались в опционы на акции компаний IBM, «General Motors» и им подобных или, что еще хуже, просто в индексные опционы, представляющие собой ставку на очередной поворот тенденции на рынке в целом. Как метко заметил экономист Генри Кауфман, порой кажется, что процесс капиталообразования переместился в казино.

Как обычно, Уолл-стрит перестаралась в работе над хорошей вещью и вскоре была буквально затоплена потоком новых индексных опционов, главным образом на отраслевые индексы курсов акций. Сплошь и рядом новые опционы вводились без малейших раздумий по поводу их необходимости и долгосрочных перспектив выживания. Более того, кажется, что единственной причиной их появления было простое желание «быть не хуже других». Некоторые из них, например опцион на «рискованные акции» (на Филадельфийской фондовой бирже), опцион «на транспорт» и опцион «на нефть и газ» (оба — на Американской фондовой бирже), очень быстро перестали фактически (или официально) существовать. Торговля многими другими продолжается, хотя объемы торговли слишком незначительны для того, чтобы можно было говорить о наличии действительно ликвидного рынка. Среди этих последних мы можем назвать опционы «на компьютерную технологию», «на нефть» и опцион ХАМ на стоимостный индекс фондового рынка Атех (все три введены на этой бирже). Время от времени на Филадельфийской фондовой бирже резко активизируется торговля опционами на индексы цен золота и серебра, что обычно совпадает с всплесками на рынках благородных металлов. Однако в целом активность в торговле этими опционами мало отличается от того, что наблюдается на рынках опционов на другие субиндексы.

КАК ФУНКЦИОНИРУЮТ ИНДЕКСНЫЕ ОПЦИОНЫ

Стоимость опционных контрактов на все основные фондовые индексы в денежном выражении определяется умножением текущего значения фондового индекса на **100** дол. Например, если текущий уровень индекса для опциона ОЕХ равен **327,95**, индекс «стоит» **32 795** дол. и, следовательно, изменение индекса на один полный пункт, например, до уровня **328,95** представляет собой увеличение «внутренней» стоимости опциона на **100** дол. Таким образом, разовое изменение цены в торговле контрактами может выражаться знакомыми $\frac{1}{8}$ пункта или **12,50** дол., подобно тому, как это происходит в торговле стандартными партиями акций или обычными опционами на акции. Котировка премии $\frac{1}{2}$ означает, что покупателю придется заплатить за контракт **250** дол. (**2,50** дол. x **100**).

Исполнение опциона физической поставкой пакета из **100** и более различных акций при цене исполнения, например, **32,795** дол. сделало бы торговлю такими опционами абсолютно непрактичной. В связи с этим расчеты по всем индексным опционам осуществляются только наличными; поставок ценных бумаг не производится. Если «короткая» сторона опционной сделки (продавец) получает требование исполнить опцион, она просто передает «длинной» стороне (покупателю) причитающуюся ей сумму денег. Например, при значении индекса **325,50** в момент надписания опциона ОЕХ «колл» со сроком истечения в декабре и ценой (значением) исполнения **320** продавец в случае исполнения этого опциона просто передаст покупателю **550** дол. (**5,5** пункта x **100** дол.).

Хотя за исполнение любого индексного опциона взимаются комиссионные, покупателю опциона не требуется вносить какие-либо дополнительные средства или гарантийные взносы. В приведенном выше примере комиссия за исполнение может составить около **35** дол., что означает лишь уменьшение прибыли покупателя опциона до **515** дол. Напротив, инвестор, исполняющий типичный опцион на акции, например, опцион «колл» на акции компании «Техасо» со сроком истечения в июле и ценой исполнения **35** дол., должен: (1) депонировать **3500** дол. на наличном счете или **1750** дол. на маржинальном счете, (2) уплатить комиссию порядка **60** дол. и (3) успеть продать акции, чтобы реализовать прибыль, уплатив при этом еще **60** дол. комиссии. Другими словами, если такой опцион не находится к моменту исполнения «глубоко в деньгах», рядовому инвестору часто просто не имеет смысла требовать его исполнения. С индексными опционами в этом отношении возникает гораздо меньше проблем, что, несомненно, способствовало их популярности. Однако, так же как и в случае с обычными опционами на акции, более **90%** всех индексных опционных контрактов «пут» и «колл» приносят прибыль, примерно равную издержкам, или остаются неисполненными.

ОПЦИОН НА ИНДЕКС «STANDARD & POORS 100»

Торговля этим индексным опционным контрактом отличается наиболее высокой активностью, что выделяет его среди всех других опционов. Например, 6 декабря 1991 г. объем торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже

составил 19 817 000 акций. Среди опционов на акции наиболее активно в тот день продавался опцион «колл» на акции IBM со сроком истечения в декабре и ценой исполнения 90 дол.: было зафиксировано заключение 5533 опционных контрактов. В тот же день было продано 32 939 индексных опционных контрактов OEX «колл» со сроком истечения в декабре и ценой исполнения 355. Как показывает практика, 7 из 10 наиболее активно продаваемых на Чикагской опционной бирже опционов были именно опционы OEX.

Лежащий в основе опционов OEX индекс рассчитывается по курсам 100 акций — «голубых фишек», эмитированных такими компаниями, как «General Motors», IBM, «Еххон» и «Eastman Kodak». Индекс взвешивается пропорционально рыночной капитализации; следовательно, курс акций IBM в индексе «весит» больше, чем курс акций «Eastman Kodak». Рыночная стоимость каждой входящей в представительный список индекса акции умножается на число данных акций, находящихся в обращении. Сумма полученных таким образом значений делится на «базовое значение», в качестве которого выбрана агрегированная стоимость учитываемых в индексе акций на 2 января 1976 г. Последней операцией является умножение полученного в результате предыдущего действия числа на 100; итоговая величина представляет текущее значение индекса. Для того чтобы у читателя было представление о соотношении значений различных индексов, укажем, что в декабре 1991 г. индекс «Standard & Poor's 100» колебался около отметки 354, средний показатель курсов промышленных акций Dow Jones равнялся примерно 2886, а индекс «Standard & Poor's 500» стоял на уровне 379.

Первоначально обращающиеся на биржах индексные опционы, так же как и обычные опционы на акции, продавались по стандартному циклу с 90-дневным интервалом между месяцами истечения сроков опционов. Однако очень быстро выяснилось, что занимающиеся хеджированием инвесторы и другие участники опционной торговли гораздо больше интересуются событиями ближайших 90 дней, а не ближайших 6 месяцев. Опционы OEX вначале продавались со стандартными сроками истечения в марте, июне, сентябре и декабре, а опционы ХМІ — со стандартными сроками истечения в январе, апреле, июле и октябре, поэтому участники рынка при приближении срока прекращения действия опционного контракта (когда этот срок истекал в текущем или следующем месяце) закрывали опционные позиции на один индекс и открывали их на другой индекс. Например, когда истекал срок декабрьского опциона OEX, опционом OEX с ближайшим сроком истечения оказывался мартовский, однако еще можно было купить январский опцион ХМІ. Таким образом, торговля индексными опционами к январю перемещалась на Атех, к февралю возвращалась на СВОЕ и т.д.

В конце концов в 1985 г. биржи договорились разрешить торговлю опционами, срок которых истекает в текущем месяце или в одном из двух последующих месяцев. В результате стало возможным купить, например, в апреле индексные опционы, срок которых истекает в апреле, мае или июне. После истечения сроков опционов на апрель начиналась торговля опционными контрактами на июль, а май становился текущим месяцем. При торговле исключительно опционами, сроки которых истекают в ближайшие три месяца, использование этих опционов в качестве защиты от более долгосроч-

ных изменений цен оказывается невозможным, поэтому инвесторы, заинтересованные именно в хеджировании таких отдаленных рисков, обнаружили, что для их целей подходят индексные фьючерсные контракты, которые действительны в течение целого года.

Цены исполнения опциона на индекс «Standard & Poor's 100» изменяются с интервалом 5 пунктов. По мере достижения индексом очередных установленных нижних или верхних уровней «шаг» изменений цены исполнения увеличивается или уменьшается. Например, если текущее значение индекса равно 327,95, цены исполнения опционов на него, вероятнее всего, фиксируются на уровне 325 и 330, хотя, в зависимости от господствующей на рынке тенденции, могут быть и иными. При достижении индексом уровня 330 двумя днями позднее новые опционные контракты на него будут заключаться с ценой исполнения 335, однако это относится не ко всем контрактам; в частности, цена исполнения по контрактам с очень близкими сроками истечения останется неизменной. В таких случаях обычной практикой является изменение цены исполнения во вновь заключенных опционных контрактах, срок которых истекает в один из последующих двух месяцев.

Второе место среди индексных опционов по интенсивности торговли занимают опционы на индекс «Standard & Poor's 500» (S&P 500 SPX). Средний дневной объем торговли этими контрактами в 1990 г. составлял 42 520 штук. Однако, сравнивая объемы торговли индексными опционами OEX и SPX, легко увидеть, насколько опционы OEX превосходят по популярности опционы SPX: средний дневной объем торговли опционами OEX в том же 1990 г. равнялся 272 121 контракту.

ОПЦИОН НА ИНДЕКС ОСНОВНОГО РЫНКА (XMI)

Этот индексный опцион занимает третье место по популярности среди инвесторов. Объем торговли этим опционом составляет менее 10% от объема торговли опционами OEX, что тоже является достаточно внушительным показателем. Например, объемы торговли основными индексными опционами за неделю, закончившуюся 6 декабря 1991 г., были следующими (в штуках):

Опцион на индекс «S&P 100» (OEX)	1 118 463
Опцион на индекс «S&P 500» (SPX)	192 364
Опцион на индекс основного рынка (XMI)	54 563
Опцион на индекс Американского института	20 795
Опцион на американо-японский индекс	10 554

Из приведенных данных видно, что по объему торговли опцион XMI прочно занимает третье место. Популярность этого опциона обусловливается тем фактом, что лежащий в его основе индекс калькулируется по курсам 20 акций — «голубых фишек», 17 из которых входят также в представительный список для расчета среднего показателя курса Dow Jones по акциям промышленных компаний. Именно поэтому не вызывает удивления, что корреляция между двумя показателями составляет 97% и, следовательно, существенно выше, чем между любыми другими индексами.

Изменение месяцев истечения сроков опционных контрактов нанесло заметный ущерб торговле ценными бумагами на ХМІ, однако постепенно, после появления на Чикагской товарной бирже фьючерсных контрактов на этот индекс, она вновь оживилась. До того времени на Чикагской товарной бирже не велась торговля производными от акций ценными бумагами, которые могли бы успешно конкурировать с фьючерсными контрактами на основе индекса «Standard & Poog's», предлагаемыми ближайшим соперником этой биржи — второй Чикагской товарной биржей (Chicago Mercantile Exchange). В результате интересы инвесторов в большей степени сосредоточились на «длинных» по срокам фьючерсных «макси»-контрактах на основе ХМІ, однако существование торговли первоначальными опционными контрактами на этот индекс также гарантировано.

ДРУГИЕ ИНДЕКСНЫЕ ОПЦИОНЫ

Согласно статистическим данным, ни один из оставшихся индексных опционов по объему торговли даже не приближается к первым двум наиболее популярным контрактам. Тем не менее каждый из них занимает определенную нишу на фондовом рынке, а торговля ведется достаточно активно для того, чтобы обеспечивать им необходимую ликвидность и интерес со стороны спекулянтов и хеджеров. Например, продаются опционы на составной индекс Нью-Йоркской фондовой биржи и их «удвоенная» разновидность. Этот индекс отражает движение курсов всех котируемых на этой бирже обыкновенных акций, что делает его несколько менее «избирательным» по сравнению с индексом «S&P 500» и существенно менее «избирательным» в сравнении с ХМІ.

Котируемые на Филадельфийской фондовой бирже опционы на Стоимостный линейный индекс «отпочковались» от фьючерсных контрактов на этот индекс, предлагавшихся на Срочной товарной бирже Канзаса. Эти опционы привлекли к себе внимание тех инвесторов, которые интересуются движением цен на фондовом рынке в целом. Расчет индекса производится на основе курсов акций 1700 эмитентов, поэтому он, в отличие от других фондовых индексов, отражает все, что происходит на внебиржевом рынке и на Американской фондовой бирже, не говоря уже о движении курсов «голубых фишек». Игра на опционах на этот индекс оказывается наиболее выгодной на завершающих этапах подъема на фондовом рынке, когда курсы наиболее известных акций в своем росте уже достигли потолка.

В 1985 г. на Филадельфийской фондовой бирже началась торговля опционами на индекс NASDAQ 100. Объем этой торговли изначально был невелик и практически не растет. Главной причиной этого, вероятно, является слабый интерес к данному опциону со стороны крупных институциональных инвесторов, которые обычно используют опционы как инструмент хеджирования, однако редко владеют большими пакетами ценных бумаг, котируемых в системе NASDAQ, и, следовательно, мало обеспокоены страхованием своих позиций от неблагоприятных поворотов тенденции на этом рынке.

**ЦЕННЫЕ БУМАГИ НА ДОЛГОСРОЧНОЕ ИЗМЕНЕНИЕ СТОИМОСТИ
ЛЕЖАЩИХ В ИХ ОСНОВЕ АКЦИЙ (LEAPS)**

В октябре 1990 г. Чикагская опционная биржа ввела новую разновидность опционов, получивших название «ценные бумаги на долгосрочное изменение стоимости лежащих в их основе акций» (LEAPS). Эти бумаги представляют собой опционы «пут» или «колл» со сроком до двух лет, если они продаются на СВОЕ. На бирже предлагаются опционы сроком на один год на акции 25 различных корпораций, отличающихся высокой рыночной стоимостью (капитализацией), например «Exxon», «General Motors» и «Sears». Кроме того, идя навстречу пожеланиям инвесторов, СВОЕ разрешила торговлю индексными ценными бумагами на долгосрочное изменение курсов акций, которые существуют в двух видах: на индекс «S&P 100» и индекс «S&P 500»; однако первоначальный объем торговли этими ценными бумагами оказался весьма невелик.

Эти опционы помимо Чикагской опционной биржи продаются на Американской, Тихоокеанской и Филадельфийской фондовых биржах. В целом, на всех четырех биржах продаются опционы этой разновидности на акции около 60 эмитентов. Инвестиционные стратегии при игре с этими ценными бумагами не отличаются от стратегий операций с обычными обращающимися на биржах краткосрочными опционами. Все они также направлены на ограждение от риска резкого падения курсов ценных бумаг, по которым открыта «длинная» позиция, получение прибыли и контроль над большими пакетами акций при затратах, весьма далеких от тех, что потребовались бы при обычной покупке данных ценных бумаг. /

ФЬЮЧЕРСНЫЕ КОНТРАКТЫ НА ОСНОВЕ ФОНДОВЫХ ИНДЕКСОВ

В прежние времена ценные бумаги и товарные фьючерсы объединяло только одно: при резком изменении цен спекулянты в обоих случаях имели возможность получить большие прибыли либо понести не менее большие убытки. Товарные брокеры часто занимали места в обычных брокерских конторах, но говорили они о таких вещах, которые обыкновенным фондовым брокерам казались таинственными и непонятными. Они принимали свои инвестиционные решения, основываясь на странных понятиях типа «базис» и на текущих оценках перспектив на урожай, например, соевых бобов.

Адаптация в 70-х годах фьючерсного рынка к финансовым инструментам привела к кардинальному изменению взглядов на фьючерсную торговлю. Если допустимо торговать фьючерсами на швейцарский франк или ценные бумаги Правительственной национальной ипотечной ассоциации, выпущенные на базе пула ипотек, то почему нельзя продавать фьючерсные контракты на акции? В конце концов 24 февраля 1982 г. началась биржевая торговля фьючерсами на основе фондового индекса. Первым фьючерсным контрактом на основе акций стал фьючерс на Стоимостный линейный индекс, введенный на Срочной товарной бирже Канзаса, ранее известной под названием «рынок твердой красной озимой пшеницы», которая является основным сырьем для американской хлебопекарной промышленности. Спустя два месяца Чи-

кагская товарная биржа (Chicago Mercantile Exchange) предложила инвесторам фьючерсы на индекс «S&P500», а Нью-Йоркская фондовая биржа на площадках своего филиала, Нью-Йоркской срочной финансовой биржи, начала торговлю фьючерсами на свой собственный Составной индекс.

Идея, лежащая в основе индексных фьючерсов, не слишком отличается от той, что заложена в рассмотренные нами ранее индексные опционы. В нескольких словах, разница между двумя инструментами заключается в том, что фьючерсные контракты устанавливают *обязательство* осуществить или принять поставку в определенный момент времени в будущем, а опционы конституируют *право, но не обязательство* сделать то же самое. В опционной торговле покупатель уплачивает продавцу премию, которая не подлежит возврату; в торговле фьючерсами этого нет. Фьючерсные контракты гораздо больше по сумме. Каждый пункт индекса в любом из известных фьючерсных контрактов на индекс означает 500 дол., тогда как в торговле наиболее популярными опционами значение индекса умножается на 100 дол. К сожалению, понимание разницы между фьючерсами и опционами еще больше осложнилось с появлением опционов на фьючерсные контракты. Эти гибридные ценные бумаги объединяют в себе ограниченный риск, присущий опционам, с потенциальными прибылями, приносимыми фьючерсными контрактами. Среди наиболее существенных отличий, однако, необходимо указать, что опционы предполагают *диапазон* цен, в пределах (или за пределами) которого опционная позиция окажется прибыльной, тогда как фьючерсный контракт фиксирует только *одну цену*.

Наиболее успешно развивается торговля фьючерсными контрактами на основе фондового индекса «S&P 500», которая осуществляется на Чикагской товарной бирже (Chicago Mercantile Exchange). Например, по статистическим данным, 13 декабря 1991 г. было продано 62 851 фьючерсов на этот индекс и 7347 фьючерсов на Составной индекс NYSE.

В целом для институциональных инвесторов фьючерсные контракты оказываются гораздо более полезными, чем индексные опционы, поскольку они стоят существенно больше и их легче использовать в целях хеджирования. Каждый пункт индекса в основных индексных фьючерсных контрактах «стоит» 500 дол., в то время как в наиболее популярных опционных контрактах один пункт индекса в денежном выражении равен, как уже указывалось, 100 дол. Таким образом, если на момент заключения фьючерсного контракта значение индекса «S&P 500» равняется 395, стоимость этого контракта составит 197 500 дол. Менеджер портфеля инвестиций с рыночной стоимостью 1 млн дол., пытаясь застраховаться от временного спада на рынке, может продать 10 индексных фьючерсных контрактов (при условии, что рыночная стоимость портфеля меняется почти синхронно с изменениями фондового индекса, т.е. коэффициент «бета» для портфеля в целом близок к единице). При 10%-м падении фондовых цен стоимость проданных фьючерсных контрактов падает также на 10%. В результате снижение на бумаге рыночной стоимости портфеля инвестиций будет полностью или почти полностью компенсировано прибылью, полученной на рынке фьючерсов.

Взаимные расчеты по фьючерсным контрактам на основе фондового индекса производятся только наличными деньгами; никакой поставки акций

не требуется. Каждый полный пункт изменения индекса означает прибыль или убыток в размере 500 дол. Торговля фьючерсами достаточно сильно отличается от торговли акциями. Во-первых, на срочных биржах отсутствует система специалистов, характерная для всех американских фондовых бирж. Во-вторых, система торговли «на марже» абсолютно иная. Обычно «на марже» покупается относительно немного акций, причем первоначальная маржа равна 50% от текущей рыночной стоимости покупаемых ценных бумаг. Покупка опционов всегда должна оплачиваться полностью, однако фигурирующие в опционной торговле суммы редко превышают несколько сотен долларов в расчете на один опцион. Вместе с тем вся торговля фьючерсными контрактами на основе фондовых индексов ведется только «на марже», причем маржа в среднем равна менее 5% от текущей стоимости контрактов, что обычно составляет от 3500 до 6000 дол. в расчете на один контракт. Главное отличие торговли фьючерсами на «марже», однако, заключается в степени риска: первоначальный гарантийный депозит при открытии «длинной» позиции по акциям или опционной позиции представляет собой максимально возможный убыток, в то время как по фьючерсной позиции сумма убытка может весьма значительно превышать сумму первоначальной маржи.

Подобно всем другим срочным рынкам, рынок индексных фьючерсных контрактов существует не только для хеджеров. Ведь в каждой сделке наверняка должна присутствовать противоположная сторона. Фьючерсные контракты на основе фондовых индексов вызывают повышенный спекулятивный интерес, в частности, у брокеров/дилеров, работающих в операционных залах различных бирж, и так называемых «местных» (биржевиков, торгующих за свой счет). Кроме того, торговля фьючерсами привлекает к себе внимание многочисленных спекулянтов, соблазненных небольшой в процентном отношении первоначальной маржей (и, следовательно, возможностью использовать большое «плечо») и, напротив, очень большими возможностями быстро «сорвать куш». Тот факт, что мало кому из них удается это сделать, других спекулянтов ничему не учит.

ПРОГРАММНАЯ ТОРГОВЛЯ

Некоторые инвесторы используют фьючерсные контракты на основе индексов, а также индексные опционы, в расчете на значительный обратный эффект на рынке. Известно множество разнообразных стратегий такого типа, в том числе портфельное страхование, «корзинная» торговля и индексный арбитраж. В частности, некоторые исследователи рынка в значительной мере связывают крах фондового рынка в октябре 1987 г. с портфельным страхованием. Все эти не совсем честные стратегии в сознании инвесторов объединяются под общим названием «программная торговля». В наиболее широком смысле та или иная форма программной торговли позволяет институциональным инвесторам переразместить свои активы или привязать свои инвестиционные портфели к выбранному индексу. В целом такие действия крайне редко разрушительно воздействуют на рынок и чаще остаются незамеченными. Однако в сознании большинства людей концепция программной торговли ассоциируется, возможно из-за случающихся иногда серьезных наруше-

ний в процессе «нормального» ценообразования на фондовом рынке, лишь с одной из ее форм, называемой *индексным арбитражем (index arbitrage)*.

Инвестор, пользующийся методом индексного арбитража, выбирает из представительного списка для расчета того или иного фондового индекса группу акций таким образом, чтобы изменение рыночной стоимости этих акций наиболее близко отражалось движением фондового индекса. Затем он выжидает, когда фьючерсные контракты на данный индекс будут продаваться с дисконтом или с премией по отношению к рыночной стоимости его акций. Если, например, стоимость фьючерсов значительно превысит рыночную стоимость акций, инвестор продает фьючерсы и покупает лежащие в их основе ценные бумаги, реализуя прибыль в размере ценовой разницы между двумя фондовыми инструментами. Напротив, если фьючерсы продаются с дисконтом, он производит противоположные действия. В связи с тем что разница между двумя ценами очень быстро ликвидируется действиями других арбитражеров, покупающих на дешевом рынке, а продающих на дорогом, позиция инвестора в целом почти свободна от риска.

Программная торговля требует от инвестора рассчитанных по секундам действий, поскольку разница в ценах не может долго существовать. Техника почти одновременного исполнения различных биржевых приказов в разных местах операционного зала очень сложна, но специализирующиеся на программной торговле фирмы смогли решить возникающие проблемы с помощью таких средств, как, например, заранее заполненные бланки приказов, в которых требуется проставить только время получения. В связи с тем что очень немногие фирмы имеют в торговом зале биржи достаточно собственных брокеров для обработки стремительного потока приказов, большинство фирм, как правило, в дополнение к своему персоналу задействует «двухдолларовых брокеров».

Индексная торговля вызывает поступление на рынок огромного числа приказов за очень короткий промежуток времени и может спровоцировать резкие колебания цен на производные ценные бумаги и лежащие в их основе акции. В результате стремительного наплыва приказов и их исполнения цены на фондовые инструменты могут расти или падать необычайно резко. Довольно привычными стали дневные колебания значения среднего показателя курсов Dow Jones по акциям промышленных компаний в размере 20—30 пунктов, особенно характерные для третьих пятниц марта, июня, сентября и декабря. Причина состоит в том, что именно в эти дни истекают сроки индексных опционов и фьючерсов, в результате чего происходит немедленное выравнивание цен закрытия позиций с фактическими стоимостями индексных инструментов. Например, 15 марта 1991 г. в 15 часов значение показателя Dow Jones было почти на 25 пунктов ниже его значения на момент закрытия рынка в предыдущий день. Еще через час, перед самым закрытием биржи, разрыв между предыдущим значением на момент закрытия и текущим значением сократился до 4 пунктов. В тот день объем торговли входящими в представительный список Dow Jones акциями превысил 38 млн штук, тогда как за первые четыре дня той же недели средний дневной объем торговли составлял около 19,7 млн акций.

Сторонники программной торговли утверждают, что ее влияние на фондовый рынок в целом носит краткосрочный характер и относительно безвредно. Другие участники рынка в этом не уверены. Колебания цен, спровоцированные программами, иногда приносят инвесторам целые состояния или по крайней мере значительную прибыль всего за 30 минут, тогда как при других обстоятельствах на это потребовалось бы не менее шести месяцев. У программной торговли есть и еще один весьма тревожный аспект. Когда программы провоцируют падение цен на рынке, у обычных инвесторов пропадает желание вкладывать капитал в ценные бумаги. В результате курсы каких-нибудь акций продолжают падать не по причине фундаментального ухудшения положения их эмитентов или отраслей, а из-за того, что эти конкретные ценные бумаги имели несчастье оказаться в чьей-нибудь индексной «корзине».

В силу самого своего характера программная торговля ограничивается счетами крупных институциональных инвесторов и брокерских фирм. Комиссия по ценным бумагам и биржам проявляет растущее беспокойство по поводу последствий такой торговли для фондового рынка, поскольку очень трудно найти в ней какую-либо пользу для общества. Таким образом, вряд ли кто-то удивится, если SEC в дополнение к уже действующим так называемым автоматическим прерывателям, направленным на недопущение чрезмерно резких колебаний фондовых цен, введет новые ограничения на программную торговлю.

24

КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ, ВАРРАНТЫ И ПРАВА

КОНВЕРТИРУЕМЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Конвертируемые ценные бумаги уже доказали свою высокую привлекательность для инвесторов. Неким таинственным образом они сочетают в себе характеристики «старшей» ценной бумаги и спекулятивные черты обыкновенных акций. Однако в финансовом мире все имеет свою цену, и конвертируемые ценные бумаги не являются исключением.

Характеристики

Конвертируемые ценные бумаги обладают столь многочисленными специфическими характеристиками, что нуждаются в более подробном рассмотрении, нежели уже представленные нами в главе 2.

Конвертируемая ценная бумага (convertible security) представляет собой ценную бумагу, которая дает своему владельцу право по его собственному усмотрению и при определенных обстоятельствах обменять ее на другую ценную бумагу. Как правило, конвертируемые ценные бумаги обмениваются на обыкновенные акции того же эмитента, однако встречаются исключения: иногда владелец может обменять их на привилегированные акции того же эмитента или на ценные бумаги другого эмитента. Держатели конвертируемых ценных бумаг обычно пользуются своим правом обмена в целях реализации прибыли, увеличения доходности, уклонения от досрочного погашения или по какой-либо иной уважительной причине.

Конвертируемые ценные бумаги обычно представлены «младшими» облигациями или привилегированными акциями. «Старшие» долговые ценные бумаги, такие, как первые ипотечки, крайне редко предусматривают право конвертации. В данном разделе мы будем рассматривать главным образом конвертируемые облигации. Основные характеристики конвертируемых привилегированных акций в основном совпадают с характеристиками конвертируемых облигаций, поэтому подробное рассмотрение обоих типов ценных бумаг представляется излишним.

Значение финансирования с помощью конвертируемых ценных бумаг

Хотя очень немногие из размещаемых частным образом ценных бумаг являются конвертируемыми, для публично предлагаемых выпусков конвертируемость вполне обычна. Число выпусков конвертируемых ценных бумаг значительно варьируется в зависимости от рыночных условий, однако в среднем на конвертируемые облигации и привилегированные акции, по-видимому, приходится около **10%** всех публично размещаемых выпусков, причем число выпусков конвертируемых привилегированных акций обычно превышает число выпусков конвертируемых облигаций. Кроме того, замечено, что промышленные корпорации выпускают конвертируемые ценные бумаги чаще компаний коммунального сектора, банков и страховых компаний. Отчасти это объясняется тем, что промышленным корпорациям, как правило, сложнее, чем компаниям других отраслей, привлечь новый капитал, а отчасти — тем, что инвесторы больше уверены в росте курсов акций промышленных компаний и, следовательно, в большей степени заинтересованы в конвертируемости именно их ценных бумаг. По той же причине привлечение нового капитала путем размещения конвертируемых ценных бумаг чаще всего осуществляется в периоды роста курсов, а не тогда, когда курсы падают или остаются неизменными.

Причины финансирования с помощью конвертируемых ценных бумаг

Корпорации никогда не наделяют свои долговые обязательства или акции дополнительными свойствами без достаточных оснований. По ряду причин корпорациям выгодно делать некоторые выпуски конвертируемыми. Главной причиной, очевидно, является необходимость увеличить капитал компании. Это особенно характерно для крупных компаний, что нуждается в кратком пояснении. Например, какая-либо конкретная компания намерена мобилизовать определенную сумму дополнительного капитала. Руководство компании уверено, что условия для размещения нового выпуска обыкновенных акций в данный момент неблагоприятны, хотя компания обычно отдает предпочтение именно этому методу финансирования. При таких обстоятельствах компания выпускает конвертируемые облигации в надежде, что они в конце концов будут обменены на акции. Со временем облигационная задолженность превратится в капитал компании. В действительности компания, размещая конвертируемые ценные бумаги, привлекает средства сегодня по завтрашней предположительно более высокой цене акций. Такое привлечение средств прямо противоположно мобилизации капитала путем привилегированной продажи обыкновенных акций по подписке. В последнем случае компания увеличивает собственный капитал, продавая акции дешевле, чем они в данный момент стоят на рынке, так как подписная цена обычно значительно ниже текущей рыночной цены.

Второй причиной финансирования с помощью конвертируемых ценных бумаг является желание придать новому выпуску большую привлекательность в глазах инвесторов или, как говорят, «подсластить» выпуск. Обычные обли-

гации и привилегированные акции корпораций часто бывает трудно распродать. Свойство конвертируемости нередко делает выпуск привлекательным для инвесторов, которые стремятся, купив одну ценную бумагу, одновременно достичь спекулятивных целей и обеспечить получение дохода. Эта причина имеет особенно большое значение в финансировании мелких неподверженных сезонным колебаниям компаний, которые, похоже, выступают в роли основных эмитентов конвертируемых ценных бумаг. Кроме того, эта причина является основной в периоды «вялого» рынка облигаций или «бычьего» настроения на рынке акций, когда очень многие инвесторы заинтересованы в приобретении обыкновенных акций.

Еще одним аргументом в пользу этого типа финансирования служит то, что средства мобилизуются за счет продажи ценных бумаг с более низкой ставкой процента или за счет размещения выпуска по более высокой цене предложения, что для эмитента с точки зрения сокращения издержек и риска является одним и тем же. Кроме того, снова можно утверждать, что компания выигрывает от конверсии ценных бумаг, поскольку при конверсии автоматически исчезают фиксированные платежи. Небольшим дополнительным преимуществом, возможно, считается появление в результате конверсии новых акционеров компании, чему советы директоров корпораций часто придают большое значение.

Как уже отмечалось, все в этом мире имеет свою цену. В полной мере это относится и к финансированию с помощью конвертируемых ценных бумаг. Если конвертируемые бумаги сосредоточатся у людей, не являющихся акционерами компании, возникает опасность перехода контроля над корпорацией в чужие руки после конверсии. Массовая конверсия «размывает» доходы корпорации в расчете на одну обыкновенную акцию, поскольку при конверсии приходится выпускать дополнительные обыкновенные акции. Кроме того, исчезает возможность манипулирования структурой капитала, что означает для компании прекращение дальнейшего использования мобилизованных под низкий процент средств и необходимость нести дополнительные издержки в виде выплаты более высокого по сравнению с процентом дивиденда по обыкновенным акциям. Конверсия также увеличивает налоговое бремя, так как проценты по конвертируемым облигациям относятся к издержкам корпорации, а дивиденды таковыми не считаются. Наконец, крупный выпуск конвертируемых ценных бумаг может оказать негативное воздействие на рыночный курс обыкновенных акций компании. Все эти недостатки сказываются не только непосредственно на самой корпорации, но и на ее полноправных акционерах.

Компании, выпускающие конвертируемые ценные бумаги

Практически все компании — крупные и мелкие, сильные и слабые — прибегают к финансированию с помощью выпуска конвертируемых ценных бумаг. Тысячи мелких и слабых компаний, так же как и тех, которые очень давно вошли в число крупнейших, используют конвертируемые бумаги. Даже «компании роста» не обходятся без них. Однако что касается инвестиционного качества этих бумаг, то подавляющее их число имеет средний или низкий рейтинг надежности.

Одним из самых крупных в истории выпусков конвертируемых ценных бумаг считается выпуск компанией USX конвертируемых облигаций сроком на 25 лет с погашением в 2001 г. на сумму 400 млн дол. По этим облигациям процентный доход выплачивается раз в полгода из расчета $5\frac{3}{4}\%$ годовых. Вместе с тем доход по обычным (неконвертируемым) облигациям аналогичного инвестиционного качества равен $8\frac{3}{4}\%$ годовых, что, таким образом, позволяет компании экономить на процентных платежах около 12 млн дол. в год. Облигации с номинальной стоимостью 1000 дол. конвертируются в обыкновенные акции компании по курсу 62,75 дол. за акцию. В момент выпуска облигационного займа обыкновенные акции компании USX продавались на бирже по цене около 55 дол. за штуку; следовательно, конверсия окажется выгодной, если курс обыкновенных акций вырастет приблизительно на 14%.

Привлекательность для инвесторов

Конвертируемые ценные бумаги непреодолимо влекут к себе очень многих инвесторов, старающихся «угнаться за двумя зайцами». Во-первых, некоторые инвесторы видят в конвертируемой облигации очень нужную им ценную бумагу. Она, с одной стороны, обладает присущей облигациям надежностью, а с другой стороны, сохраняет в себе все спекулятивные черты обыкновенных акций. До тех пор пока человек владеет такой облигацией, он имеет в руках надежный инвестиционный инструмент, приносящий ему фиксированный доход. Если же компания начнет преуспевать, облигацию всегда можно конвертировать в обыкновенные акции и воспользоваться возросшей способностью компании зарабатывать прибыль.

Второй причиной популярности конвертируемых ценных бумаг считается их способность служить средством защиты от инфляции. До тех пор пока уровень цен остается стабильным, облигация сохраняется. Однако, если потребительские цены начнут повышаться и покупательная способность фиксированного процентного дохода будет падать, увеличивающиеся дивиденды по акциям, полученным в обмен на облигацию, компенсируют рост стоимости жизни. Кроме того, при благоприятных условиях конверсии основная сумма вложенного капитала также возрастет.

На практике инвестор может быть разочарован. Если условие конверсии чего-нибудь стоит, это означает, что покупатель конвертируемой ценной бумаги получит по ней небольшой доход — либо процент по купонам будет слишком низким, либо цена предложения окажется слишком высокой. Если условие конверсии добавляется только для того, чтобы успешно разместить выпуск, компания, очевидно, получит от продажи выпуска больше средств, чем от размещения обычного выпуска. Кроме того, вполне возможно, что курс обыкновенных акций компании никогда не поднимется настолько, чтобы конверсия оказалась выгодной.

Тем не менее когда в 1949 г. сформировался рынок «быков», который существовал дольше, чем когда-либо еще, владельцы конвертируемых ценных бумаг из-за устойчивого и значительного повышения курсов акций смогли реализовать крупные прибыли, причем выиграли владельцы как конвертируемых облигаций, так и конвертируемых привилегированных акций. В те

годы покупатели конвертируемых облигаций, выпущенных, например, компанией AT&T, могли, при зафиксированных договором условиях конверсии, практически мгновенно получить прибыль.

Преимущественное право акционеров на вновь выпускаемые акции

Держатели обыкновенных акций обычно пользуются преимущественным правом на покупку новых конвертируемых облигаций компании, поскольку эта привилегия позволяет им в конечном счете приобрести дополнительные обыкновенные акции. В основе предоставления этого права лежат те же соображения, которыми объясняется предоставление акционерам компании преимущественного права на приобретение обыкновенных акций при дополнительном выпуске.

Ценные бумаги, дающие право на конверсию

Как уже отмечалось, обычно право конверсии предоставляется владельцам «младших» и необеспеченных облигаций, а не тем, кто держит хорошо обеспеченные бумаги. Чаще всего конвертируемыми являются необеспеченные долговые обязательства или облигации. Почти все облигации промышленных корпораций и компаний сектора коммунальных услуг выпускаются именно в такой форме; кроме того, в обращении все еще находятся конвертируемые выпуски некоторых железнодорожных компаний. Одно время многие эксперты в области инвестиций полагали, что конвертируемые ценные бумаги всегда ненадежны, поэтому свойством конвертируемости они наделяются исключительно для того, чтобы компенсировать и* инвестиционную ненадежность. Сейчас это мнение распространено в гораздо меньшей степени, однако инвесторам при покупке подобных ценных бумаг следует хорошо представлять себе взаимосвязь между инвестиционным качеством облигаций и правом на их конверсию.

Время конверсии

Важной характеристикой конвертируемых ценных бумаг является время, в течение которого их можно конвертировать. С точки зрения сроков право на конверсию бывает ограниченным или неограниченным. Если период конверсии неограничен, воспользоваться правом на конверсию можно в течение всего времени обращения облигаций; если же он ограничен, это означает, что существует некая конечная дата, после которой обмен прекращается. Часто эмитенты предусматривают возможность конверсии облигаций в акции в течение 10—15 лет с момента их выпуска. Срок конверсии привилегированных акций обычно не устанавливается.

Иногда правом конверсии можно воспользоваться лишь по прошествии от одного месяца до нескольких лет с момента выпуска ценных бумаг. Такие отсрочки позволяют компаниям-эмитентам эффективно использовать мобилизованный капитал до того, как возникнет необходимость в дополнительном выпуске обыкновенных акций.

Ценные бумаги, получаемые при конверсии

Конвертируемые ценные бумаги могут обмениваться на различные типы других ценных бумаг. Обычно предусматривается, что инвестор в обмен на «старшую» ценную бумагу получает обыкновенные акции, однако известны случаи, когда обыкновенные акции одного класса конвертировались в обыкновенные акции другого класса; например, акции компании «Smith's Food» класса А обменивались на акции класса Б.

Условие досрочного погашения

Выпуская конвертируемые облигации, компания часто предусматривает возможность их досрочного погашения или отзыва. Если компания объявляет об отзыве своих ценных бумаг, инвестору не остается ничего другого, как вернуть купленные им облигации компании и получить наличные деньги. В настоящее время закрепленное за эмитентом право на досрочное погашение его ценных бумаг стало характерной чертой большинства облигационных выпусков. Выгода компаний при этом очевидна, чего не скажешь об инвесторах. Условие досрочного погашения двояко отражается на держателях конвертируемых ценных бумаг: (1) оно ограничивает возможную прибыль инвестора, так как компания может отозвать свои ценные бумаги до того, как курс ее обыкновенных акций на рынке «быков» достигнет высшей точки; (2) оно может вынудить инвестора конвертировать ценную бумагу вопреки его желанию.

Обычно инвестор заблаговременно, как правило, за 30 дней получает уведомление о намерении компании досрочно погасить ценные бумаги и имеет право конвертировать их не позднее, чем за три—десять дней до начала погашения.

Защита от «размывания»

Одной из проблем, возникающих в ходе конверсии ценных бумаг, является «размывание» доходов, которое происходит в тех случаях, когда компания увеличивает число находящихся в обращении обыкновенных акций без соответствующего увеличения своих активов или способности зарабатывать прибыль. К «размыванию» приводят «сплиты» акций, выплата дивидендов акциями, выпуск новых обыкновенных акций, размещаемых по льготной подписке по цене ниже рыночной, выпуск новых конвертируемых ценных бумаг, слияния, консолидация и продажа активов. В настоящее время условиями большинства конвертируемых выпусков предусматривается защита инвесторов от «размывания» контроля и доходов, однако встречаются исключения. В любом случае инвестору следует удостовериться, что ему гарантирована надежная защита от «размывания» при реализации его прав на конверсию ценных бумаг.

Позвольте привести один пример. Предположим, что облигация номинальной стоимостью 1000 дол. может быть конвертирована в 10 обыкновенных акций. Компания объявляет о дивиденде в размере 100% с выплатой акциями. В результате после выплаты дивидендов стоимость каждой акции уменьшает-

ся ровно наполовину. Полная защита от «размывания» в этом случае обеспечивается при условии, что компания будет обменивать каждую из конвертируемых ценных бумаг не на 10, а на 20 обыкновенных акций.

При превышении определенного минимального уровня «размывания» необходимость в дальнейшей корректировке пропорций обмена может вызываться самыми различными обстоятельствами. Минимальный уровень устанавливается в момент выпуска конвертируемых ценных бумаг. Помимо выплаты дивидендов акциями или выпуска акций для акционеров соотношение обмена изменяется в результате «сплитов», особого распределения активов и задолженности перед акционерами.

Конверсионное соотношение, или пропорция конверсии

Когда речь идет об операциях конверсии ценных бумаг, финансисты и авторы книг часто одни и те же вещи называют разными именами. Единой терминологии не существует, поэтому такие термины, как «пропорция конверсии», «конверсионное соотношение», «конверсионная цена» и «конверсионный паритет», нередко употребляются как синонимы.

В нашей книге термин *пропорция конверсии (conversion rate)*, или *конверсионное соотношение (conversion ratio)*, означает соотношение, в котором одна облигация номинальной стоимостью 1000 дол. обменивается на обыкновенные акции. На одну облигацию по решению компании может приходиться 10, 20, 25, 50 или иное число обыкновенных акций. Соотношение легко определяется на основе информации в письменном соглашении об эмиссии, заключенном между эмитентом и держателем облигаций. Формула расчета соотношения проста: надо разделить 1000 дол. номинальной стоимости облигации на конверсионную цену, о которой речь пойдет ниже.

Конверсионная цена

Конверсионной ценой называют часть номинальной стоимости, обмениваемую на одну обыкновенную акцию. На каждую такую часть номинала компания должна выпустить одну акцию. Прояснить смысл определения конверсионной цены нам помогут несколько примеров.

Предположим, что конверсионная цена равна 50 дол. Разделение на эту сумму 1000 дол. номинальной стоимости облигации означает, что в результате конверсии держатель облигации получит 20 обыкновенных акций компании. Теперь предположим, что конверсионная цена равна 100 дол. В этом случае владелец облигации должен получить 10 акций. Наконец, если конверсионная цена равна 125 дол., держателю ценной бумаги причитается 8 акций.

В простейшей и наиболее распространенной форме договора конверсии всегда указывается цена конверсии, которая остается неизменной в течение всего конверсионного периода. Встречаются, однако, договоры, допускающие изменение конверсионной цены, причем возможны два механизма изменений: (1) повышение цены с течением времени и (2) повышение цены по мере нарастания конвертированной суммы облигационного займа.

В первом случае конверсионная цена может равняться 100 дол. в течение первых пяти лет, 105 дол. — в последующие пять лет, 110 дол. — в следующие пять лет и 115 дол. в последние пять лет облигационного займа сроком на 20 лет.

Во втором случае цена повышается в зависимости от нарастания объема конверсионных операций. Например, цена может равняться 100 дол. при конверсии первых 25% стоимости всего облигационного выпуска, 105 дол. — когда конвертируются вторые 25% займа, 110 дол. — после того как уже конвертированы 50% выпуска и 115 дол. — при конверсии оставшихся 25% выпуска. Повышение конверсионной цены в зависимости от объема уже произведенных конверсионных операций встречается гораздо реже, чем в зависимости от времени; и оба типа повышения цены являются достаточно необычными условиями при финансировании с помощью выпуска конвертируемых ценных бумаг.

Поэтапное изменение конверсионных цен направлено на поощрение операций конверсии и уменьшение степени «размывания» стоимости акций других акционеров. В моменты изменения конверсионной цены стоимость права на конверсию обычно падает, подобно тому, как падает стоимость ценной бумаги, когда она продается на условиях «исключая право на покупку новых акций, предназначенных для продажи существующим акционерам». Прежде чем покупать конвертируемые ценные бумаги, инвестору следует тщательно изучить все условия конверсии.

«Дробная» конверсия

Когда не все облигации конвертируются в одинаковое число обыкновенных акций, возникает проблема технического характера. Подобная ситуация возможна в тех случаях, когда договор об эмиссии между эмитентом и держателем облигаций предусматривает скользящие условия конверсии. Например, конверсионная цена сначала равна 100 дол., затем 105 дол., а потом 110 дол. Предположим, что конкретный инвестор готов конвертировать свои облигации при цене конверсии 110 дол., т.е. каждые 110 дол. номинальной стоимости облигаций будут обменены на одну обыкновенную акцию. При номинальной стоимости облигаций 1000 дол. это означает, что владелец получает 9 акций за каждую облигацию, а 10 дол. номинала остаются неконвертированными. Что же происходит с этим остатком?

Договор облигационного займа между эмитентом и держателем может предусматривать четыре возможных варианта действий. Первый вариант заключается в выпуске компанией warrants, или временных документов, выдаваемых вместо неполной акции; компания просто выдает держателю облигации warrant на 10 дол. Warrant может быть продан либо вместе с другими временными документами на неполную акцию, купленными у других держателей, обменен на одну полную акцию. Это — наиболее распространенная схема при конверсии, гарантирующая, что компания честно учитывает интересы владельцев конвертируемых облигаций. Второй вариант состоит в оплате дополнительной акции наличными. В нашем примере инвестор может перевести на счет компании 100 дол. и с учетом неиспользованных 10 дол.

остатка номинальной стоимости получить еще одну акцию. В случае третьего варианта компания настаивает на конверсии облигации только в целое число акций. Другими словами, если суммарная номинальная стоимость всех принадлежащих инвестору облигаций не делится на конверсионную цену без остатка, он просто теряет неиспользованный остаток номинала. В нашем примере для того, чтобы не потерять остаток, инвестору требуется иметь облигации с общей номинальной стоимостью 11 тыс. дол., т.е. 11 облигаций, которые конвертируются в 100 обыкновенных акций без остатка. Наконец, по четвертому варианту компания выплачивает инвестору неиспользованный остаток номинала (в нашем случае — 10 дол.) наличными.

Приведенная цена акций

Профессиональные участники рынка конвертируемых ценных бумаг при осуществлении конверсии часто производят чрезвычайно точные корректирующие расчеты. Прибыль от конверсии, как правило, невелика, поэтому издержки инвесторов должны оставаться в очень узких рамках. Одним из таких расчетов является калькуляция приведенной цены акций.

В связи с тем что методы котировок акций и облигаций не совпадают, цена акций должна быть откорректирована таким образом, чтобы ее можно было сопоставлять с ценой конвертируемых облигаций. Проблема заключается в приведении цен двух ценных бумаг в сопоставимый вид. Предположим, что акции продаются на условиях «окончательной цены», а облигации — на условиях «с процентом». Это означает, что котировки акций уже включают в себя накопленный доход, тогда как котировки облигаций исключают его. Покупая облигацию, инвестор обычно платит котируемую цену плюс процент. Например, если данная акция котируется по 104, инвестору требуется заплатить только эту сумму, несмотря на то что компания-эмитент готова через несколько недель выплатить по 1 дол. дивиденда на каждую акцию. Если же облигация котируется по курсу 104, это означает, что инвестор должен заплатить за нее не только 1040 дол., но и 4, 10 или 15 дол. накопленного процентного дохода¹.

Для того чтобы привести цены двух ценных бумаг к одной базе, необходимо, из котировки акции вычесть накопленный дивиденд подобно тому, как котировка облигаций не включает в себя накопленный процент. Накопленные дивиденды калькулируются исходя из 365-дневного года с точностью до $\frac{1}{8}$ пункта. Все расчеты в значительной мере облегчаются наличием таблиц приведения.

Рассмотрим пример. Данная акция приносит 6 дол. дивиденда за год. После выплаты последнего дивиденда прошло два месяца. Текущий рыночный курс акции равен $104\frac{3}{8}$. Если норма дивиденда составляет 1,5 дол. в квартал или 0,50 дол. в месяц, очевидно, что за два месяца накопился дивидендный доход в размере 1 дол. Таким образом, приведенная цена акций будет равна **$103\frac{3}{8}$** .

¹ Некоторые облигации также котируются на условиях «окончательной цены», т.е. «без накопленного процента». Обычно это доходные облигации, облигации урегулирования, облигации, по которым просрочены погашение или выплата очередного процента и облигации с нулевым купоном.

Приведем еще один пример. Годовой дивиденд по акции равен 2,40 дол.; текущий курс акции — $40Y_8$. 20 дней назад акция начала продаваться на условиях «исключая дивиденд». Требуется найти приведенную цену акции. Норма дивиденда за месяц равна 0,20 дол. Прошло две трети месяца, следовательно, накопленный за это время дивиденд достиг 0,13 дол., что ближе всего к Y_8 пункта котировки. Таким образом, приведенная цена акции составит $40\frac{1}{8}$ минус Y_8 , т.е. 40.

Конверсионный эквивалент

Под конверсионным эквивалентом понимают приведенную цену, по которой должны продаваться акции для того, чтобы они были абсолютно эквивалентны облигации. Если отвлечься от налогов и комиссии, полученные при конверсии акции должны стоить ровно столько, сколько стоит конвертируемая в них облигация, т.е. инвестор при конверсии остается «при своих» (не имеет ни прибыли, ни убытка). В связи с этим особенно отметим, что конверсионный эквивалент базируется на приведенной цене акций, а не на их фактическом рыночном курсе.

Форма для расчета эквивалента проста:

$$\text{Конверсионный эквивалент} = \frac{\text{Рыночная цена облигации}}{\text{Число полученных акций}} \cdot$$

Приведем несколько примеров. Облигация продается по курсу $104\frac{1}{2}$ и может быть конвертирована по конверсионной цене 100. При конверсии такая облигация приносит 10 обыкновенных акций, поэтому конверсионный эквивалент находится путем деления текущей рыночной стоимости облигации 1045 дол. на 10; в результате получается $104\frac{1}{2}$. Накопленный процент можно не учитывать, поскольку держатели облигаций, пожелавшие их конвертировать, утратили право на процент. Таким образом, при возможности добровольной конверсии облигаций их держателям следует конвертировать их в акции немедленно после получения очередного процентного платежа.

Во втором примере облигация продается по курсу 104 и подлежит конверсии по конверсионной цене 25 дол. Акции продаются по курсу $28\frac{1}{8}$ а накопленный дивиденд по ним равен $\frac{1}{2}$ пункта цены. Инвестор покупает облигацию и конвертирует ее. Если отвлечься от налогов и комиссии, какова будет его валовая прибыль?

Ответ: 80 дол. Ниже мы приводим решение задачи.

25 дол. : 1000 дол.

40 полученных акций

40 : 1040 дол.

26 дол. — конверсионный эквивалент

Рыночная цена акций	28,50 дол.
Минус накопленный дивиденд	<u>0.50 дол.</u>
Приведенная цена акций	28,00 дол.
Минус конверсионный эквивалент	<u>26.00 дол.</u>
Прибыль в расчете на одну акцию	2,00 дол.
Умножаем на 40 акций	х 40
Валовая прибыль	80,00 дол.

Другими словами, акции стоят инвестору 26 дол. за штуку, или конверсионный эквивалент. В то же время эти акции, за вычетом накопленного дивиденда, можно продать по 28 дол. за штуку. Поскольку инвестор в процессе конверсии получает 40 акций за одну облигацию, его валовая прибыль составит 80 дол. Если бы приведенная цена акций равнялась всего 26 дол., операция не принесла бы инвестору ни прибыли ни убытка (при условии, что налоги и комиссионные во внимание не принимаются). В действительности, если бы курс акций поднялся выше 26 дол., цена облигаций также бы выросла. Получить прибыль в результате конверсии удастся крайне редко.

Оценка стоимости

Конвертируемые облигации продаются дороже, чем абсолютно идентичные им, за исключением свойства конвертируемости, неконвертируемые облигации, так как их стоимость обуславливается двумя факторами, а не одним. Подобно всем прочим облигациям, конвертируемые облигации приносят своим владельцам процент на вложенный капитал, однако покупатели облигаций рискуют меньше, чем покупатели обыкновенных акций того же эмитента. Кроме того, эти облигации дают своим держателям право на приобретение обыкновенных акций и, следовательно, обладают ценностью опциона. Первый компонент стоимости облигации называется «облигационной», «инвестиционной» или «теоретической» стоимостью. Второй компонент называют «конверсионной» стоимостью, и именно ее наличием объясняется более высокая цена конвертируемых облигаций.

Если курс акций поднимается выше конверсионной цены, курс облигаций также растет. Напротив, когда курс акций падает, курс облигаций в сравнении с курсом акций снижается в гораздо меньшей степени, чем можно было ожидать, так как он поддерживается процентными платежами. На практике облигация может полностью утратить свою конверсионную стоимость, если инвесторы потеряют всякую надежду на выгодную конверсию, однако она все еще будет продаваться по цене, равной ценам на неконвертируемые облигации аналогичного инвестиционного качества. Рассчитывая облигационную стоимость, покупатель конвертируемых облигаций всегда может оценить риск, который он принимает, уплачивая премию за конверсионную стоимость.

Предположим, например, что инвестор купил уже упомянутые нами конвертируемые облигации компании USX в 1981 г., когда до их погашения оставалось еще 20 лет. Предположим далее, что процентные ставки по не-

конвертируемым облигациям равного с облигациями USX инвестиционного качества поднялись до 12% годовых. При условии, что процент на облигации выплачивается в размере 57,50 дол. в год ($5\frac{3}{4}\%$ на облигацию номиналом 1000 дол.), текущая облигационная стоимость определяется дисконтированием процентных платежей в размере 57,50 дол. в год за 20 лет и 1000 дол. основной суммы к доходу, который можно было бы получить при 12% годовых:

$$\text{Стоимость облигации} = L \frac{57,50}{1,12^{20}} + \frac{1000}{1,12^{20}} = 0,037 + 0,7694 = 0,8064$$

Движение цен

При определенных условиях между движением цен на конвертируемые облигации и ценные бумаги, в которые они конвертируются, возникает тесная взаимосвязь. Если курс акций ниже конверсионного эквивалента, это означает, что конверсия облигации не дает возможности получить прибыль; следовательно, курс акции оказывает сравнительно небольшое влияние на рыночную стоимость облигации. За исключением тех случаев, когда в связи с общим оптимизмом в отношении ближайших перспектив курса акций покупатели готовы платить премию, облигации продаются по стоимости, определяемой прежде всего их инвестиционным качеством.

Предположим теперь, что курс акций поднялся настолько, что конверсия оказывается выгодной для держателя облигации. В этом случае говорят, что ценная бумага, в которую конвертируется облигация, осуществляет *обратный ценовой контроль (sympathetic price control)* над рыночной стоимостью облигации. Если курс акций поднимается выше самого низкого конверсионного эквивалента, рыночная цена облигаций автоматически растет под воздействием операций арбитражеров, которые, увидев возможность получить доход, начинают скупать облигации и конвертировать их в акции. По мере дальнейшего роста курса акций конверсионный паритет восстанавливается.

Например, предположим, что конверсионная цена данного выпуска равна 100 дол. Курс акций поднялся до 125 дол. Курс облигаций также должен вырасти по крайней мере до 125, так как получаемые в результате конверсии 10 акций стоят 1250 дол. В подобных ситуациях инвестору следует убедиться в том, что он успеет конвертировать облигации в акции до того, как компания досрочно отзовет облигационный выпуск.

Быстрота конверсии

В связи с конвертируемыми ценными бумагами возникает вопрос: как скоро после размещения конвертируемого выпуска инвесторы смогут реализовать выгоду от конверсии? Возможных вариантов ответа три: (1) скоро; (2) через ряд лет; (3) никогда.

Приведем несколько примеров, когда инвестор может надеяться на скорую реализацию прибылей. Конверсионная цена обычно бывает столь высо-

ка, что никакой возможности получить прибыль, проведя немедленную конверсию, не существует. Выпуски конвертируемых ценных бумаг компании AT&T оказались исключением. Они давали возможность реализовать прибыль сразу же после того, как начинали проводиться конверсионные операции, т.е. как правило, через два—четыре месяца после окончания подписки на выпуск. Инвесторы знали, что после непродолжительного ожидания они получат доход, и это было для них величайшим стимулом к покупке конвертируемых ценных бумаг. Например, в 1955 г. были выпущены облигации на сумму 637 млн дол., начинать обменивать которые разрешалось через два месяца после завершения подписки на выпуск. Предполагалось, что конверсия окажется чрезвычайно выгодной. В итоге, в первый же день обмена облигаций на акции 295 тыс. из 525 тыс. подписчиков на этот выпуск воспользовались своим правом на конверсию и конвертировали облигации на общую сумму 250 млн дол.

Обычно, однако, должно пройти от двух до четырех лет, прежде чем рыночный курс обыкновенных акций компании станет выгодным для проведения конверсии. Развитие рынка «быков» может значительно сократить этот период ожидания. Довольно часто вообще не удается получить какую-либо выгоду от конверсии, и облигации остаются в обращении, пока компания-эмитент не отзовет их досрочно или не погасит в срок. В таких случаях про эмитента говорят, что он выпустил «зависшие конвертируемые ценные бумаги», и ему придется, вопреки его ожиданиям относительно быстрой конверсии долга в собственный капитал, платить проценты по долгосрочному долгу.

Если конвертируемые ценные бумаги продаются с премией, их доходность, по крайней мере, не ниже, чем доходность ценных бумаг, в которые они конвертируются, и инвестиции в них отличаются меньшей степенью риска, у инвесторов редко возникает желание конвертировать их. В большинстве случаев конверсия становится результатом досрочного погашения облигаций эмитентом, причем выплачиваемые при погашении суммы меньше рыночной стоимости облигаций. Право на конверсию утрачивается за несколько дней до начала погашения. Таким образом, у инвестора не остается иного выбора, кроме как конвертировать ценные бумаги, пока это еще возможно. Такое развитие событий обычно называют *вынужденной конверсией (forced conversion)*. Часто в договор между эмитентом и держателем облигаций включаются положения, ограничивающие право эмитента на досрочный отзыв конвертируемых ценных бумаг вскоре после их выпуска. Как правило, договор разрешает досрочное погашение лишь по прошествии определенного числа лет с момента выпуска или в случае значительного! превышения курсом акций установленной конверсионной цены.

Арбитражные прибыли

Возможность получения арбитражной прибыли с помощью конвертируемых облигаций возникает всякий раз, когда приведенная цена акций превышает конверсионный эквивалент, по крайней мере, на сумму налогов и комиссионных за операции. Приведем простой пример. Облигация продается по кур-

су 100 и может быть конвертирована в 10 обыкновенных акций, приведенная цена которых равна 104. Разница между продажной ценой 10 акций (1040 дол.) и стоимостью облигации (1000 дол.) представляет валовую прибыль, из которой надо вычесть операционные издержки (комиссию).

Воспользоваться преимуществами данной ситуации можно тремя разными способами. Во-первых, можно купить облигацию по курсу 100 и дожидаться, когда курс вырастет до 104 в результате эффекта обратного ценового контроля. Спекулянты своими действиями обязательно поднимут рыночную цену облигации. После того как это произойдет, ее можно просто продать и не связываться с конверсией. Этот способ несет в себе достаточно большой элемент риска, так как курс акций может внезапно упасть и возможная прибыль окажется нереализованной.

Второй способ состоит в «короткой» продаже акций и лучше всего подходит профессионалам. Как только профессиональный арбитражер или участник рынка облигаций увидит благоприятную для себя разницу в курсах, он немедленно начнет покупать облигации и «коротко» продавать акции, которые можно получить в результате операции конверсии. Подобные действия гарантируют ему немедленное получение валовой прибыли в размере разницы между курсом акций, скажем, 104 и курсом облигации (100). Такие возможности внезапно появляются и очень быстро исчезают, однако, если ими воспользоваться, полученный доход не пропадет. Этот способ является классическим примером безрискового, или *честного (bona fide)*, арбитража.

Последний способ состоит в покупке облигации, конверсии ее в акции и продаже акций. Если облигация была куплена за 1000 дол., а акции проданы за 1040 дол., валовая прибыль составит 40 дол. Опасность этого способа заключается в том, что за время, пока облигация покупается, поставляется и конвертируется в акции, прибыльная разница может просто исчезнуть.

Коррекция на процент и дивиденд

Иногда компании при конверсии производят некоторые корректировки на выросший по конвертируемым облигациям процент или накопленный дивиденд по конвертируемым привилегированным акциям, однако в настоящее время такая практика является большой редкостью.

Конвертируемые привилегированные акции

Основные принципы и практика выпуска, размещение и использование конвертируемых облигаций и привилегированных акций совпадают, поэтому нет необходимости в подробном рассмотрении данного типа ценных бумаг. История свидетельствует, что примерно одна треть всех выпусков привилегированных акций представлена конвертируемыми бумагами, хотя в последние годы их популярность по сравнению с конвертируемыми облигациями упала. Высокие процентные ставки в сочетании с не менее высокими ставками налога на корпорации побуждают компании выпускать именно конвертируемые облигации, так как процентные платежи вычитаются из налогооблагаемой прибыли, а дивиденды — нет. Кроме того, процентные платежи

считаются обязательством, тогда как никакой юридически закрепленной обязанности компаний платить дивиденды не существует. Тем не менее невыплата дивидендов по привилегированным акциям может существенно осложнить компании размещение новых выпусков в будущем.

Большинство покупателей конвертируемых привилегированных акций — это некорпоративные инвесторы, которые не имеют возможности исключить из облагаемого налогом дохода суммы дивидендов, поэтому доходность конвертируемых привилегированных акций и облигаций не отражает премий, обычно изначально закладываемых в цены привилегированных выпусков. Таким образом, при принятии решений о типе выпускаемых ценных бумаг гораздо большее значение, чем обычно, имеют соображения налогового характера. Если эмитент не платит налогов, он может отдать предпочтение выпуску привилегированных акций; если же он их платит, более выгодным для него является выпуск облигаций. Возможен вариант, когда эмитент не платит налогов сейчас, но предполагает, что начнет их платить в ближайшем будущем. В этом случае он может выпустить весьма любопытный тип ценных бумаг, называемый «конвертируемыми обмениваемыми привилегированными акциями». Они представляют собой конвертируемые привилегированные акции, которые, по желанию эмитента, могут быть обменены на конвертируемые облигации.

Поскольку облигации имеют дату погашения, известны случаи выпуска облигаций без права их досрочного погашения. Привилегированные акции фиксированной даты погашения не имеют, поэтому обычно компаниям, рассчитывающим ликвидировать выпуск в обозримом будущем, приходится закреплять за собой право на отзыв ценных бумаг. Среди условий выпусков конвертируемых привилегированных акций часто встречается положение, обязывающее компанию выкупить их за счет средств из специально образуемого фонда погашения.

Как и в случае с конвертируемыми облигациями, стоимость конвертируемых привилегированных акций складывается из двух элементов: инвестиционной стоимости и конверсионной стоимости. Первая представляет собой всего лишь цену, за которую можно было бы продать акцию, если бы она не обладала свойством конвертируемости. Эта цена определяется ценами других привилегированных акций, которые отличаются от данных только отсутствием свойства конвертируемости. Большинство выпусков конвертируемых привилегированных акций размещается путем публичного предложения, а не частным образом. Эти ценные бумаги чаще выпускаются промышленными корпорациями, а не компаниями коммунального сектора или железнодорожными компаниями. Конверсионное соотношение обычно фиксируется, а период, в течение которого можно воспользоваться правом на конверсию, напротив, не устанавливается. В некоторых случаях конверсионное соотношение меняется с течением времени. Иногда эмитент запрещает проведение конверсии сразу же после выпуска привилегированных акций и разрешает ее лишь по прошествии некоторого времени. Покупателю конвертируемых привилегированных акций всегда следует тщательно ознакомиться с условиями выпуска, относящимися к конверсии. Практически всегда привилегированные акции конвертируются в обыкновенные, а конверсионная цена остается неизменной.

Подобно конвертируемым облигациям, конвертируемые привилегированные акции пользуются особой популярностью у инвесторов в периоды существования рынков «быков» или накануне их формирования. Эти акции растут в цене одновременно с ростом курса обыкновенных акций, на которые они обмениваются, и обычно продаются с премией. Премии за привилегированные акции, как правило, меньше, чем за конвертируемые облигации. Даже при том, что выпуски привилегированных акций часто называют «квизидолгом», они, Тем не менее по фундаментальным своим характеристикам являются именно акциями и, следовательно, инвестиции в них более рискованны, чем в облигации той же компании.

Примеры конвертируемых ценных бумаг

Описывая конвертируемые ценные бумаги, мы старались не перегружать читателя повторением примеров ценных бумаг этого типа. Перечисленные ниже восемь выпусков, по нашему мнению, являются типичными и, следовательно, позволяют судить обо всех основных свойствах и характеристиках конвертируемых облигаций и привилегированных акций.

1. Облигации компании «Mattel, Inc.», 8% годовых, с погашением в 2001 г., конвертируемые в 33,24 обыкновенной акции каждая по конверсионной цене 30,08 дол.
2. Облигации компании «Хегох», 6% годовых, с погашением в 1995 г., субординированные, конвертируемые в обыкновенные акции по конверсионной цене 92 дол.
3. Облигации компании «BRE Properties», 9,5% годовых, с погашением в 2008 г., досрочно погашаемые при курсе 103,8, конвертируемые в 32,26 обыкновенной акции каждая.
4. Облигации компании «Quanex Corp.», 9,125% годовых, с погашением в 2008 г., субординированные, конвертируемые в 59,17 обыкновенной акции каждая.
5. Облигации компании «Champion Int'l», 6,5% годовых, с погашением в 2011 г., субординированные, конвертируемые в 28,8 обыкновенной акции каждая.
6. Кумулятивные привилегированные акции компании «Advanced Micro Devices*», годовой дивиденд 30 дол., конвертируемые в 19,873 обыкновенной акции каждая.
7. Кумулятивные привилегированные акции компании «National Semiconductor, с годовым дивидендом 40 дол., конвертируемые в 33 обыкновенных акции каждая, обмениваемые по требованию компании на конвертируемые облигации с 8% годовых и сроком погашения в 2010 г.
8. Кумулятивные, голосующие привилегированные акции компании «Tesoro Petroleum», с годовым дивидендом 2,16 дол., конвертируемые в 1,724 обыкновенной акции каждая, досрочно выкупаемые при курсе обыкновенных акций 25 дол. и выше.

ВАРРАНТЫ

Варрант (warrant) представляет собой ценную бумагу, которая дает своему владельцу право на покупку определенного числа других ценных бумаг, обычно обыкновенных акций, в течение установленного периода времени и по установленной цене. Фактически варранты являются опционами «колл». Некоторые варранты выпускаются отдельно, в порядке компенсации гарантов размещения выпуска или в процессе реорганизации или поглощения компании, однако чаще всего они появляются совместно с привилегированными акциями, и особенно с облигациями. Предлагаемые в едином пакете с другими ценными бумагами, варранты играют роль «подсластителя» или «подталкивателя».

Характеристики

Варранты сходны с опционами «колл» на обыкновенные акции, так как дают своим владельцам право на приобретение, по своему усмотрению, обыкновенных акций в течение установленного периода времени и по установленной цене. Вместе с тем опционы «колл», за исключением ценных бумаг на долгосрочное изменение стоимости лежащих в их основе акций (LEAPS), обычно действительны только в течение нескольких месяцев и отличаются от варрантов по механизму выпуска. Опционы «колл» продаются человеком, который может владеть или не владеть соответствующими обыкновенными акциями, и продаются на опционных биржах или изредка через дилеров. Варранты выпускает компания—эмитент лежащих в их основе акций. Таким образом, варранты обеспечивают приток капитала в компанию и разжижают уже находящийся в обращении акционерный капитал, чего опционы никогда не делают. Многие варранты по прошествии определенного времени разрешается отделять от той ценной бумаги, вместе с которой они были выпущены, и продавать отдельно. Иногда варранты являются неотъемлемой частью другой ценной бумаги и могут отделяться только в случае ее конверсии или погашения, например облигаций, к которым они прилагаются.

Как и в случае с конвертируемыми облигациями, в момент размещения варрантов цена их исполнения обычно превышает текущий рыночный курс акций, в которые их можно превратить, приблизительно на 15%. Однако в отличие от держателей облигаций владелец варранта при его исполнении должен заплатить за обыкновенные акции некоторую сумму. При конверсии облигаций обычно не требуется никаких платежей наличными, за исключением тех случаев, когда условиями выпуска облигаций предусмотрена доплата наличными за округление числа причитающихся акций до целого.

Когда происходит «сплит» акций, которые может приобрести держатель варранта, или же этими акциями выплачивается дивиденд, защита от «растворения» собственности достигается путем уменьшения цены исполнения варранта пропорционально «сплиту» или дивиденду. В результате появляется возможность приобрести дополнительное число акций, достаточное для компенсации изменения в капитализации (рыночной стоимости компании).

Цены исполнения варрантов могут быть постоянны, но могут и меняться, обычно периодически повышаясь. Чаще всего выпускаются варранты на срок от 10 до 20 лет, однако срок обращения некоторых из них не ограничен.

СТОИМОСТЬ ВАРРАНТОВ

Стоимость warrants складывается из двух элементов. Во-первых, warrant обладает инвестиционной стоимостью, которая изменяется в соответствии со стоимостью акций, лежащих в его основе. Например, если warrant дает право на покупку 10 акций по цене 30 дол. за штуку, а рыночный курс этих акций в данный момент равен 35 дол., «внутренняя» стоимость warrants составляет 50 дол. (10 x 5 дол.), и его можно в любой момент продать за 50 дол. или более, поскольку арбитражеры всегда готовы воспользоваться любой возможностью.

Второй компонент стоимости определяется временем, которое остается до истечения срока действия warrants. Обычно чем продолжительней это время, тем выше стоимость warrants. Если рыночный курс акций ниже цены исполнения warrants, а срок его действия истекает через один день, такой warrant считается не имеющим стоимости. Однако если курс акций ниже цены исполнения warrants, но до окончания срока его действия остается еще много времени, срочная стоимость warrants воплощается в его рыночную стоимость и может быть весьма значительной. При этом точная рыночная цена warrants будет зависеть от нескольких факторов, в частности продолжительности времени до окончания срока действия warrants, величины разрыва между текущей рыночной ценой акций и ценой исполнения warrants, преобладающего среди инвесторов мнения относительно перспектив самих акций и дивидендов по ним и общей ситуации на рынке. Естественно, что warrant дороже стоит во время рынка «быков» и дешевле — на рынке «медведей».

Примеры warrants

Многие брокеры всегда готовы предоставить инвесторам длинный список warrants², мы же ограничимся списком из четырех наиболее типичных warrants, по которым можно судить обо всех обращающихся на бирже или внебиржевом рынке ценных бумагах этого типа. Инвесторам, покупающим warrants, мы настоятельно рекомендуем всегда тщательно изучать условия их конверсии и продажи.

1. Warrants компании «Biogen Inc.» с ценой исполнения 20 дол. за акцию, действительны в июне 1994 г.
2. Warrants компании «Credit Depot», дающие право на покупку одной обыкновенной акции по цене 5,50 дол. до 17 апреля 1996 г. Warrants могут быть погашены по требованию компании-эмитента с уведомлением за 30 дней до даты погашения.
3. Warrants компании «Hasbro»; 4 warrants дают право на покупку одной обыкновенной акции по цене 28,38 дол.; компания имеет право не обменивать warrants на акции, а выкупить их за наличные деньги; warrants действительны до 12 июля 1994 г.

² *Value Line Convertibles, October 21, 1991, Vol. 2, No. 39, Part II (New York: Value Line Publishing, Inc.).*

4. Варранты компании «Simtek»; дают право на покупку акций по цене 7,20 дол. за штуку до 5 марта 1996 г.; могут быть выкуплены компанией за 0,10 дол. в расчете на каждую акцию после 5 июня 1992 г., если курс обыкновенных акций окажется выше 9 дол. и продержится на этом уровне дольше 20 дней.

ВЫПУСК ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ ДЛЯ РАЗМЕЩЕНИЯ СРЕДИ УЖЕ СУЩЕСТВУЮЩИХ АКЦИОНЕРОВ

Многие инвесторы время от времени получают право подписаться на акции или облигации компании, акционерами которой они являются. Подобные права могут быть реализованы по желанию акционера, и этим они несколько напоминают опционы «колл» и варранты. Подобно последним, эти права эмитируются компанией, однако могут быть реализованы в течение неопределенного периода времени и при определенных условиях. Суть их заключается в том, что инвестор может купить фиксированное число акций или облигаций на фиксированную сумму по номиналу по заранее установленной цене и в течение определенного периода времени. Опытные инвесторы хорошо осознают рыночную и экономическую стоимость этих прав и знают, как их можно использовать.

Права на покупку дополнительных акций предоставляются акционерам, внесенным в регистрационный список до определенной даты, установленной советом директоров компании. Эти права выпускаются в форме подписных варрантов на акции или облигации. Акционеры могут воспользоваться своим правом, вернув в компанию подписные варранты с приложенными к ним чеками на установленную сумму в оплату новых ценных бумаг. Если сами акционеры не намерены воспользоваться своими правами, они всегда могут продать их на рынке. Объем торговли правами обычно резко возрастает незадолго до окончания периода, когда ими можно воспользоваться.

ЛЬГОТНАЯ ПОДПИСКА

Права на приобретение дополнительных акций или облигаций предоставляются в ходе так называемой *льготной подписки (privileged subscription)*. Данная процедура означает, что акционеры компании пользуются преимуществом при подписке на новые акции, предлагаемые по цене ниже текущего рыночного курса. Такую привилегию принято рассматривать как существенную льготу для акционеров, однако ее реальная ценность может быть гораздо меньше, чем многие полагают.

Правовые аспекты льготной подписки

Законы, регулирующие льготную подписку, с течением времени претерпели значительные изменения. Согласно канонам общего права, владельцы предприятий имеют право на всю распределяемую стоимость корпорации. Это право предполагает и выпуск новых акций со всеми вытекающими из них для акционеров правами на доходы корпорации, активы, дивиденды и голо-

са. Все перечисленные права широко поддерживаются законами и регулирующими положениями штатов, которые требуют, поощряют или по крайней мере разрешают преимущественные права существующих акционеров на вновь выпускаемые акции. Учитывая столь благосклонное отношение общего закона и законодательства отдельных штатов, регулирующего деятельность корпораций, многие компании закрепили в своих уставах преимущественное право своих акционеров.

Однако принцип преимущественного права распространяется не на все эмитируемые корпорациями ценные бумаги. Хотя при размещении всех новых выпусков обыкновенных акций и большинства выпусков привилегированных акций свои акционеры пользуются преимуществом, данный принцип не действует в отношении выпусков долговых ценных бумаг, за исключением конвертируемых в обыкновенные акции. Кроме того, преимущественное право обычно существует только при обычных размещениях новых выпусков среди инвесторов и не распространяется на выпуски, предназначенные для размещения среди служащих компании в рамках программы наделения сотрудников акциями или направленные на финансирование поглощения других компаний, а также не касается продажи хранившихся в финансовом отделе компании акций, которые ранее были выкуплены или иным путем изъяты у акционеров.

Со временем наметилась некоторая тенденция к отходу от принципа преимущественного права и использования льготной подписки; регулирующие органы некоторых штатов перестали настаивать на таком типе финансирования корпораций, а сами корпорации охладели к нему настолько, что некоторые из них предприняли попытки изменить устав, исключив из него преимущественное право своих акционеров на покупку новых выпусков.

С течением времени отношение закона к преимущественному праву менялось. В результате в настоящее время регулирующие его положения законодательств разных штатов заметно различаются между собой. В некоторых штатах, например в Калифорнии, Индиане и Пенсильвании, законодательство признает за акционерами преимущественное право только в том случае, когда оно специально закреплено учредителями корпорации в ее уставе, или чартере. В других штатах учредители в соответствии с законом располагают возможностью по собственному усмотрению включать или не включать это право акционеров в устав. Законы штатов Делавэр, Калифорния, Индиана, Нью-Джерси, Огайо и Пенсильвания разрешают внесение исправлений в устав и изъятие из него преимущественного права исключительно на основе решения, принятого большинством акционеров.

Хотя многие корпорации постарались внести поправки в свои уставы и дать возможность директорам выпускать акции, на которые не распространяется преимущественное право своих акционеров, сами акционеры далеко не всегда готовы воспользоваться таким правом. Даже корпорации, которые раньше размещали выпуски новых акций по льготной подписке, хотя устав и не требовал этого, постепенно отказались от этой практики и больше не выпускают прав.

Комиссия по ценным бумагам и биржам также признала изменение концепции относительно преимущественных прав. Прежде SEC в своей интер-

претации Закона о холдинговой компании в сфере коммунального хозяйства настаивала на закреплении преимущественных прав акционеров. Впоследствии, когда выяснилось, что руководство компаний в состоянии привлекать средства на более выгодных условиях, продавая акции на конкурентном свободном рынке, комиссия отказалась от своих требований.

В защиту права уже существующих акционеров покупать новые акции до того, как они начнут продаваться всем желающим за наличные деньги, часто приводились два аргумента. Первый состоит в том, что каждый акционер имеет право на сохранение или поддержание своего пропорционального голосующего интереса (участия) в корпорации. Продажа значительного пакета новых акций сторонним инвесторам может повлечь за собой существенное изменение в распределении голосов и переход контроля над корпорацией от одной группы акционеров к другой. Однако, если акционеры пользуются преимущественным правом, каждый из них в отдельности и их группы имеют возможность подписаться на новые акции пропорционально уже принадлежащей им доле в акционерном капитале компании и, таким образом, сохранить за собой прежнюю степень контроля. Отсюда следует, что выпуски акций для размещения среди своих акционеров особенно популярны среди компаний, которые контролируются небольшим числом акционеров, стремящихся избежать распыления контроля.

Второй аргумент заключается в том, что каждый акционер имеет право на поддержание размеров своего участия в активах корпорации или, другими словами, на поддержание своей доли в чистой стоимости или акционерном капитале компании относительно других владельцев обыкновенных акций. Акции, размещаемые по льготной подписке, обычно продаются по ценам ниже их текущих рыночных курсов. Таким образом, балансовая стоимость активов компании в расчете на каждую прежнюю акцию «разжижается», а стоимость акций после нового выпуска имеет тенденцию к уменьшению. Защитой от этого служит*право на покупку новых акций до того, как они станут доступны сторонним инвесторам, и продажа их уже существующим акционерам на более благоприятных условиях по сравнению с другими покупателями.

Аргументы, приводимые в поддержку или против выпуска прав, не всегда убедительны. С одной стороны, часто льготная подписка оказывается гораздо менее благоприятной для акционеров, чем это принято считать. С другой стороны, отсутствие закрепленного уставом преимущественного права, очевидно, дает директорам свободу в выборе способа и условий выпуска новых ценных бумаг, однако насколько эта свобода идет на пользу корпорации и акционерам — вопрос весьма спорный.

Цель выпуска прав

Права обычно предлагаются акционерам в тех случаях, когда руководство компании уверено в том, что это — лучший способ мобилизации дополнительного капитала. Долгосрочные, или капитальные, средства могут быть привлечены в результате продажи обыкновенных акций, привилегированных акций или облигаций. Если руководство компании намерено привлечь дополни-

тельный капитал за счет держателей обыкновенных акций, оно может решиться на выпуск прав, даже если преимущественное право своих акционеров не закреплено в уставе. Права, как правило, существенно упрощают процесс подписки на новые акции. Получатели прав могут перепродать их другим инвесторам; однако, в конечном счете исключая случайную утрату подписных warrants или чрезвычайно резкое падение курса акций компании, права окажутся у тех, кто воспользуется ими и приобретет акции.

Установление цены на новые акции

Во всех случаях проведения льготной подписки директора компаний устанавливают подписную цену, которая ниже текущего рыночного курса акций на момент выпуска прав. Со стороны директоров это является не актом благотворительности, а частью политики, направленной на успешное размещение нового выпуска. Вряд ли найдется хотя бы один совет директоров, который считает, что свои акционеры пойдут на значительные финансовые жертвы, покупая новые акции по цене выше рыночной. Напротив, директора уверены, что акционеры будут покупать акции только в том случае, если новый выпуск окажется достаточно привлекательным для них, прежде всего с точки зрения цены.

Назначение цены на новые акции требует большой осторожности. Решение о точной подписной цене может быть принято за день-два до официального объявления о размещении нового выпуска после регистрации его Комиссией по ценным бумагам и биржам. В некоторых случаях подписная цена оказывается на 40% ниже текущего рыночного курса акций, особенно когда размещение выпуска не гарантировано, хотя обычно разница между ценами существенно меньше. Естественно, цена предложения новых акций должна равняться их номинальной стоимости или превышать ее, если таковая имеется. Значительная разница между рыночной и подписной ценой может быть оправдана двумя соображениями. Во-первых, удастся резко уменьшить риск резкого падения рыночного курса данных акций в период подписки, что может поставить под угрозу само размещение нового выпуска. Во-вторых, существенная разница позволяет «подсластить» выпуск в том смысле, что у акционеров появляется чувство, что с ними «договариваются», и возникает желание купить новые акции.

ЭМИССИЯ ПРАВ

Процедура

В процессе эмиссии прав совет директоров должен предпринять ряд последовательных действий. Во-первых, он обязан «узаконить» выпуск новых акций, приняв соответствующую резолюцию. Если компания уже успела выпустить акции на всю или почти всю сумму уставного капитала, для выпуска дополнительных акций требуется внесение общим собранием акционеров необходимых поправок в устав.

Во-вторых, акционеры должны одобрить новый выпуск. Обычно для этого созывается внеочередное общее собрание акционеров. Как правило, решение о новом выпуске акций принимается большинством голосов, представляющих не менее двух третей общего числа находящихся в обращении голосующих акций. Однако некоторые законы о корпорациях разрешают включать вопрос о новых выпусках акций в повестки регулярных (ежегодных) общих собраний акционеров.

Объявляя о созыве внеочередного общего собрания акционеров, совет директоров направляет акционерам специальные уведомления и бланки для заочного голосования с подробнейшей информацией о предлагаемой форме финансирования и доводами в ее обоснование. Кроме того, компания заранее, до собрания акционеров, публикует в газетах соответствующие сообщения, чтобы акционеры лучше разобрались в предлагаемой резолюции и возросла вероятность ее принятия. Как правило, предлагаемые резолюции о новых выпусках принимаются подавляющим большинством голосов.

Закон о ценных бумагах 1933 г. устанавливает, что все не освобожденные от регистрации выпуски должны до начала их публичного размещения пройти регистрацию в SEC. От компании требуется подготовить заявление о регистрации и всю необходимую документацию и направить их в комиссию. Одновременно разрешается печатать и распространять предварительный проспект эмиссии («копченую селедку»), из которого исключена некоторая важная информация, например, о ценах предложения новых бумаг. Между регистрацией и началом размещения нового выпуска, по Закону о ценных бумагах, должно пройти не менее 20 дней («период выжидания»), однако на практике это время значительно сокращается. Незадолго до окончания «периода выжидания» принимается решение о подписной цене (если оно не было принято ранее).

Немедленно после получения от SEC разрешения на размещение нового выпуска начинается эмиссия подписных варрантов. Точная дата, позднее которой покупка акций компании уже не дает их владельцу преимущественного права на новый выпуск, устанавливается заранее; обычно эта дата совпадает с датой объявления SEC о завершении процесса регистрации. После того как компания выберет из книги регистрации владельцев акций всех акционеров, зарегистрированных на установленную дату, она выпускает именные подписные варранты и рассылает их. Процесс подготовки списка и самой рассылки является сложным и дорогостоящим, так как порой приходится отправлять варранты тысячам акционеров; как правило, компания начинает составлять список имеющих преимущественное право акционеров задолго до начала рассылки и вплоть до наступления установленной (последней) даты регистрации корректирует его на основании вновь получаемой информации. В связи с коротким периодом предложения новых акций исключительно своим акционерам компания начинает рассылку варрантов не позднее чем через 24 часа с даты прекращения регистрации новых акционеров. Однако крупным компаниям часто требуется от одной до двух недель для завершения рассылки.

Во избежание ошибок и случайной утраты акционерами подписных warrants их обычно оформляют как стоимостные инструменты, даже несмотря на то, что сейчас большинство warrants по форме приспособлены к обработке в системах автоматизированного бухгалтерского учета. На каждом warrante проставлено число прав, которые он представляет. На бланке warrante специально оставляются пропуски, в которых его получатель делает отметку о подписке на новые акции или передаточную надпись при продаже своих прав. Чтобы исполнить warrant, необходимо вернуть его компании или ее агенту по подписке, приложив к нему чек на требуемую для оплаты новых акций сумму. Если владелец warrante пожелает продать его, он легко может сделать это через любого брокера. Часто компания в качестве своего агента назначает банк или трастовую компанию, и все владельцы warrants ведут дела через него. Подписка производится для подписчиков бесплатно. Некоторые агенты, помимо прочего, организуют продажу прав, не взимая комиссионные.

Кроме warrante акционер получает от компании подробные указания. В некоторых случаях эти указания отпечатаны на оборотной стороне самого warrante. В них содержится информация о числе акций, которые может купить акционер, о подписной цене, о сроках окончания подписки, о порядке покупки новых акций и продажи прав. Если warrant не представляет точного числа прав, необходимого для покупки целого числа акций, можно купить дополнительные права или, наоборот, продать лишние права. Например, если компания требует наличия 20 прав (т.е. владения 20 акциями) для покупки одной новой акции, а акционер имеет 25 прав, он может либо продать свои пять прав, либо купить еще 15 прав и приобрести одну дополнительную акцию.

После получения warrants перед акционерами всегда встает вопрос: что с ними делать? Компания предоставляет акционеру две возможности: либо переуступить warrant (продать), либо подписаться на новые акции. Однако акционер может выбрать именно продажу своих прав, обосновав свое решение одним или несколькими из множества различных аргументов, среди которых и размер средств, которые он в данный момент может инвестировать, и его оценка достоинств акций с точки зрения инвестиций или спекуляций, и размер его текущего участия в капитале компании, и результаты сопоставления выгоды от покупки новых акций и продажи прав, и его взгляд на перспективы рынка. Возможен целый ряд альтернативных решений, которые мы кратко обрисуем.

Значение права

Под «правом» (*right*) понимают привилегию, возникающую в результате владения одной старой акцией. Каждая находящаяся в обращении акция компании дает своему владельцу одно право; таким образом, число принадлежащих акционеру акций и число его прав идентичны. Держатели 10 акций получают 10 прав, а те, кому принадлежит 200 акций, получают, соответственно, 200 прав. Приравнивание числа прав к числу принадлежащих акционерам акций носит название «Нью-Йоркский план» и в настоящее время является общепринятым при проведении льготных подписок.

Права, необходимые для покупки новых акций

В ходе определения условий льготной подписки директора компании всегда четко устанавливают число прав, необходимых для покупки одной новой акции. Например, одну акцию можно купить, имея 3, 5, 10 или 20 прав. Таким образом, если акционеру принадлежит 50 акций компании, а для покупки одной новой акции требуется 10 прав, он может подписаться на пять новых акций.

Для определения числа прав, необходимых для подписки на одну новую акцию, компании пользуются простым методом. Предположим, что компания уже выпустила в обращение 1 млн акций и собирается выпустить еще 50 000 акций. Следовательно, все уже существующие акционеры компании в общей сложности имеют 1 млн прав. Если директора компании твердо намерены ограничиться выпуском 50 000 новых акций, то соотношение между правами и новыми акциями составит 20 прав за одну новую акцию.

Торговля правами

На фондовых биржах торговля правами обычно начинается сразу же после регистрации нового выпуска в соответствии с требованиями Закона 1933 г. О начале торговли объявляет отдел котировок акций биржи. До начала торговли отдел обязан убедиться в том, что все детали нового выпуска получили одобрение директоров и акционеров компании (если это было необходимо); что все они в надлежащем порядке зарегистрированы SEC; и что они одобрены другим государственным учреждением, наделенным функциями регулирования. Для выпуска новых акций необходимо также получить одобрение отдела котировок и совета управляющих биржи.

До рассылки подписных warrants акционерам торговля правами ведется на условиях «когда они будут выпущены» (when-issued). После завершения рассылки их купля-продажа осуществляется «обычным путем» (regular way). Продолжительность периода торговли правами на условиях «когда они будут выпущены» варьируется; этот период может длиться от одного дня до пяти недель. Определяющим фактором здесь оказывается быстрота выпуска и почтовой рассылки warrants акционерам. В большинстве случаев, когда речь идет о сравнительно небольших новых выпусках; период торговли на условиях «когда они будут выпущены» составляет от одного до нескольких дней.

Акции из прежних выпусков обычно начинают продаваться на условиях «исключая право на покупку новых акций, предназначенных для уже существующих акционеров» («без прав» — ex-rights) в первый рабочий день после дня начала торговли правами и в любом случае не ранее, чем за четыре рабочих дня до даты прекращения регистрации новых акционеров «с правами». До того как начнут действовать условия «без прав», про акции говорят, что они продаются «включая права» (cum rights) или «с правами на» (rights-on).

С момента начала торговли правами и до завершения льготной подписки права свободно покупаются и продаются отдельно от самих акций. В то же время сделки с акциями совершаются на условиях «без прав», и все продавцы и покупатели понимают, что никаких прав на льготную подписку на

новый выпуск эти акции уже не дают. Торговля правами продолжается до полудня того дня, когда истекает срок льготной подписки.

Весь процесс выпуска прав обычно занимает от семи до восьми недель и состоит из следующих этапов. За три-четыре недели до начала выпуска формируется гарантирующий новый выпуск синдикат. В это же время в SEC и в офисы компании в других штатах, на территории которых предполагается продавать ценные бумаги, направляются регистрационные документы. Все недостатки в регистрационных документах должны быть исправлены по возможности менее чем за месяц. За один день до начала выпуска фиксируется подписная цена и согласуются последние детали с гарантийным синдикатом. Начиная с даты выпуска права рассылаются акционерам, и торговля ими продолжается в течение приблизительно трех недель, после чего права утрачивают силу. Дата закрытия обычно отстоит от даты прекращения торговли правами на одну неделю; к этому дню все сделки должны быть завершены поставкой сертификатов и платежами за них.

Права направляются по почте всем акционерам, которые на установленную директорами дату числились в списке акционеров корпорации. Для того чтобы акционер имел преимущественное право на новый выпуск, акции должны быть куплены до даты прекращения внесения в список новых акционеров «с правами», а расчет по сделке покупки должен состояться до этого дня или непосредственно в этот день. Обычно это означает, что акции надо купить по крайней мере за пять рабочих дней до этой даты. Акции, купленные за четыре дня до даты прекращения регистрации новых акционеров «с правами», уже не дадут возможности получить права, так как расчет за них производится на один день позже установленной даты. Такая сделка совершается уже на условиях «исключая права».

Торговля правами на условиях «когда они будут выпущены» ведется до фактического завершения почтовой рассылки подписных warrants. Расчет по заключенным в этот период сделкам производится поставкой свидетельств прав и, следовательно, дата платежа за них устанавливается (при условии, что данные акции включены в котировочный лист биржи) Отделом котировок акций биржи на основании особых правил.

Стоимость прав

Многие спекулянты и участники рынка прав часто определяют теоретическую стоимость прав по некоторым формулам. В данном случае слово «теоретическая» вовсе не означает нечто нереальное. Права обычно продаются и покупаются по ценам, почти в точности совпадающим с их расчетной теоретической стоимостью. Ни у одного инвестора нет причин к тому, чтобы платить за права больше, чем они действительно стоят, поскольку они всего лишь позволяют купить акции дешевле, чем пришлось бы заплатить за них на открытом рынке, не пользуясь правами. Если бы права продавались слишком дешево по отношению к самим акциям, этой возможностью немедленно воспользовались бы арбитражеры, в результате чего стоимость акций и прав быстро пришла бы в равновесие. Наиболее часто теоретическая стоимость калькулируется по двум формулам: **(1)** для расчета до того момента,

как акции начнут продаваться на условиях «исключая права», и (2) для расчета после того, как они начнут продаваться на условиях «исключая права». Обе формулы представлены ниже.

Для определения теоретической стоимости одного права до того, как акции начнут продаваться на условиях «исключая права», используется следующая формула:

$$M - S$$

где V' — стоимость одного права, M — рыночная цена акций прежних выпусков, S — подписная цена на новые акции и N — число прав, необходимых для покупки одной новой акции.

Приведем два примера расчета теоретической стоимости права. В первом примере предположим, что на рынке акции продаются по 40 дол.; новые акции предлагаются акционерам по цене 30 дол.; для подписки на одну новую акцию требуется 9 прав. В этом случае стоимость права равна 1 дол.:

$$40 - 30$$

В следующем примере акции продаются по 95 дол.; подписная цена равна 75 дол.; для покупки одной новой акции требуется 7 прав:

$$95 - 75$$

У читателя может возникнуть вопрос, почему каждый раз требуется прибавлять цифру «1»; кроме того, читатель может потребовать привести доказательства того, что получаемые по формуле результаты действительно являются стоимостью прав. Давайте вернемся к первому примеру.

Девять акций прежних выпусков по 40 дол. каждая	360 дол.
Плюс цена одной новой акции (30 дол.)	<u>30 дол.</u>
Общая стоимость 10 акций	390 дол.
Стоимость каждой из 10 акций	39 дол.
Теоретическая стоимость акций после подписки	39 дол.
Затраты на одну новую акцию	<u>30 дол.</u>
Стоимость, полученная от 9 прежних акций	9 дол.
Стоимость, полученная от каждой из прежних акций	1 дол.

Другими словами, после размещения нового выпуска компания имеет в обращении 10 акций вместо каждых 9 прежних акций; на каждые 10 акций приходится 390 дол. активов и способности компании зарабатывать прибыль, следовательно, на каждую акцию приходится 39 дол. Одна новая акция стоит подписчикам 30 дол. Акционер, таким образом, выигрывает 9 дол. стоимости, но для этого он должен обладать 9 акциями компании. В результате получается, что каждое право стоит 1 дол.

Формула для расчета стоимости прав после того, как акции начали продаваться на условиях «исключая права», выглядит следующим образом:

$$y = \frac{M - S}{-}$$

После начала продажи акций на условиях «исключая права» они уже не могут стоить столько, сколько стоили прежде; их рыночная стоимость уменьшится на сумму, приблизительно равную теоретической стоимости права. В нашем первом примере новая рыночная стоимость акций будет равна 39 дол., а стоимость одного права останется прежней, т.е. равной 1 дол.:

$$39 \sim 30$$

Рыночная и теоретическая стоимость прав

На практике фактическая, или рыночная, стоимость и теоретическая стоимость прав редко бывают абсолютно одинаковыми. Рыночная стоимость может отклоняться от теоретической и вверх и вниз. В действительности, однако, в большинстве случаев рыночная и теоретическая цены весьма близки друг к другу, и рыночная цена всегда стремится к теоретической стоимости. В связи с тем что подписная цена всегда публикуется, а арбитражеры не дремлют, какое-либо значительное отклонение рыночной цены прав от их теоретической стоимости может существовать лишь в течение чрезвычайно короткого времени.

Иллюзия льготной подписки

Многие акционеры мечтают иметь возможность покупать новые акции по подписным ценам, которые значительно ниже рыночных. Разница в цене в размере от 5 до 30 дол. представляется подлинной прибылью, а низкая подписная цена — определенно выгодной. Однако с теоретической точки зрения здесь нет прибыли, а акции не являются выгодной покупкой. Вся «прибыль», возникающая в результате покупки акций по подписной цене, полностью компенсируется падением рыночной стоимости акций после окончания размещения нового выпуска. Число находящихся в обращении акций увеличивается, а приходящаяся на каждую из них стоимость собственного капитала компании уменьшается. Теоретически, компания не может получать такой же доход в расчете на одну акцию, как прежде, и курс акций неизбежно падает.

Вернемся к первому из представленных нами примеров и предположим, что акционер владеет 9 акциями рыночной стоимостью 40 дол. каждая и 30 дол. наличных; таким образом, его активы равны 390 дол. Если он купит одну новую акцию за 30 дол., у него будет 10 акций стоимостью 39 дол. каждая; стоимость его активов по-прежнему равна 390 дол. Однако он может продать свои права по 1 дол. за каждое, в результате чего у него останется 9 акций общей стоимостью 351 дол., первоначальные 30 дол. наличными и 9 дол.,

полученные от продажи 9 прав; общая стоимость его активов снова не изменится, оставаясь равной 390 дол. Таким образом, вне зависимости от того, как поступит акционер, в конце концов стоимость его активов остается прежней, т.е. никакой реальной прибыли он не получает.

И действительно, более обычными результатами льготной подписки являются не прибыли, а убытки. Права часто продаются при посредничестве брокеров, которые взимают за операцию комиссионные. Если права стоят дешево, комиссия в процентном отношении к сумме сделки может быть весьма значительной. Иногда клиенты предпочитают вообще не продавать права и спокойно соглашаются потерять их стоимость. В других случаях, когда акции, дающие право на покупку новых акций, хранятся в брокерской фирме, брокер может продать права без указания клиента, не сумев вовремя связаться с ним и получить соответствующие распоряжения.

На практике многие акционеры не занимаются столь подробным анализом. В связи с тем что многие инвесторы не осознают воздействия выпуска новых акций на величину чистой прибыли, дивидендов и активов компании в расчете на одну акцию, поступления от продажи прав представляются им реальным доходом, или прибылью, даже несмотря на то, что курс принадлежащих им акций, вероятнее всего, упадет. Некоторые инвесторы убеждены, что компания сумеет поддержать прежний уровень дивидендов и, следовательно, рыночная цена акций быстро вернется к прежней отметке. Эти инвесторы уверены, что компании, размещающие новые выпуски акций путем льготной подписки, относятся к развивающимся компаниям и в состоянии очень прибыльно вкладывать дополнительный капитал. Поступления от продажи прав многие акционеры рассматривают как всего лишь дополнительные дивиденды или добавочный доход от владения собственностью. В действительности, однако, мелкий акционер компании может при новом выпуске акций сохранить свою долю собственности в компании и голосующий интерес, а также увеличить дивидендный доход только в результате покупки дополнительного числа акций в ходе публичного размещения или на открытом рынке.

С точки зрения компаний выпуски новых акций для размещения среди уже существующих акционеров имеют ряд серьезных недостатков. Подобное размещение отнимает довольно много времени, что в условиях неустойчивого фондового рынка, когда курс акций может упасть ниже подписной цены, легко приводит к большим проблемам. Кроме того, обычным следствием выпусков для уже существующих акционеров является более сильное «размывание» чистой прибыли компании в расчете на одну акцию, поскольку подписная цена акций должна быть ниже рыночной. Крупные потенциальные инвесторы предпочитают покупать акции в ходе публичного предложения, особенно когда речь идет о компании с невысоким уровнем капитализации, так как это позволяет им приобрести участие в компании по приемлемой фиксированной цене. Наконец, выпуски для уже существующих акционеров обычно оказывают краткосрочное негативное влияние на рыночный курс акций компании.

Рыночная стоимость прав

Наиболее серьезной проблемой, связанной с торговлей правами, является их постоянно колеблющаяся цена; права могут стоить дороже в начале подписного периода, его середине или конце. Таким образом, владельцу прав, который хочет от них избавиться, трудно принять решение о времени продажи прав.

Долгое время спекулянты придерживались аксиомы «Лучше продавать права раньше, чем позже». Такое мнение основывалось на том, что права стоят дороже, когда об их выпуске только сообщается или когда торговля ими только начинается. В конце же подписного периода на рынке появляются многочисленные держатели прав, которые не смогли набрать достаточные для оплаты новых акций средства и теперь стараются их продать, что неминуемо ведет к падению стоимости прав. Беда всей этой теории состоит в том, что если все одновременно последуют ей, она окажется абсолютно неверной. Если все владельцы прав продают их одновременно, их цена мгновенно упадет до уровня их стоимости и дальше снижаться не будет. Однако в действительности таких ситуаций, естественно, не возникает.

Существует очень мало опубликованных материалов о том, на каком промежутке подписного периода цена прав достигает наивысшего значения. Много лет назад этой теме посвятил несколько неопубликованных работ известный авторитет в области финансов Доунг. Он изучил 191 льготную подписку на акции промышленных, железнодорожных и коммунальных компаний, проводившуюся в период с 1918 по 1929 г. и пришел к выводу, что в 46% случаев дороже всего права стоили в начале подписного периода, в 15% случаев — в середине этого периода и в 39% случаев — в его конце³. Результаты других его исследований были примерно такими же. Отсюда можно заключить, что аксиома «Лучше продавать раньше, чем позже» вовсе не является прочным основанием для достижения успеха в торговле правами. Одним из важнейших факторов, влияющих на рыночную стоимость прав на протяжении подписного периода, является доминирующая на фондовом рынке тенденция. Если на рынке действует тенденция к повышению, цена прав достигнет своего максимума в конце подписного периода, если же на рынке действует тенденция к понижению, самой высокой цена окажется в начале подписного периода. Однако какой будет тенденция, заранее не знает никто.

Альтернативы, предлагаемые держателям прав

Держатель прав распоряжается ими по своему усмотрению. Прежде всего он может просто выбросить их в мусорное ведро, т.е. не предпринимать никаких действий. Читатель удивится, когда узнает, как много акционеров, получив права, ничего с ними не делают и как много денег ежегодно теряется из-за этого. В течение типичных подписных периодов неиспользованными остаются от 4% до 24% от общего числа прав, что означает для акционеров упущенные прибыли в размере сотен тысяч и даже миллионов долларов. В связи с этим многие компании увеличивают продолжительность подписного пери-

³ A.S. Dewing, *Financial Policy of Corporations* (5th ed., New York: Ronald Press, 1953), p. 1159.

ода и часто проводят разъяснительную кампанию, длящуюся годами. Настойчивые попытки заставить акционеров реализовать свои права или продать их привели к тому, что число неиспользованных прав уменьшилось до $Y_2 - 1\%$, однако дальше не снижается⁴.

Компании, естественно, хотелось бы, чтобы все разосланные права были сохранены их получателями и в конечном счете реализованы путем подписки на новые акции. Многие акционеры, однако, предпочитают этого не делать. Обычно менее 40% первоначальных получателей прав используют их и покупают новые акции.

Третий возможный вариант распоряжения правами — их продажа на условиях «когда они будут выпущены». Продажа представляет собой заключение контракта и осуществляется при посредничестве брокера. Как уже отмечалось ранее, биржа определяет даты начала и завершения торговли правами. Кроме того, биржа устанавливает даты поставки прав и расчета за них. Подобным образом распоряжаются правами преимущественно те, кто придерживается теории, утверждающей, что по наивысшей цене права продаются непосредственно после того, как компания сделает объявление о новом выпуске для уже существующих акционеров. Особенно высока активность торговли правами в этот период, когда речь идет о льготной подписке на акции крупных компаний.

Четвертый вариант состоит в продаже прав «обычным путем». При этом продается подписной варрант, уже полученный акционером. Этот вариант распоряжения правами является наиболее простым и дешевым, поэтому пользуется большой популярностью среди акционеров.

Пятый вариант предполагает продажу акций на условиях «с правами на» или «включая права». Это означает продажу акций до того, как начнется торговля ими на условиях «без прав». В данном случае акции и права продаются «в комплекте». Подобные действия акционеров диктуются уже упомянутой теорией о том, что права лучше продать раньше, чем позже. После открытия торговли акциями на условиях «без прав» акционер всегда может приобрести их снова, но уже дешевле, чем он их продал; разница между ценой продажи акций и ценой их покупки представляет собой прибыль акционера. Совершая все эти операции, инвестор должен не забывать о том, что ему придется платить обычную комиссию за покупку и продажу акций. В результате продажа и последующая покупка акций обходятся акционеру дороже, чем продажа только самих прав «обычным путем». Кроме того, следует помнить и об уплате налога на реализованный прирост капитала.

Шестой вариант сходен с пятым, т.е. акционер продает акции вместе с правами до того, как начнется торговля акциями на условиях «без прав». Разница заключается в способе восстановления владения акциями. Акционер покупает не сами акции на свободном рынке, а достаточное число прав, позволяющее ему затем купить новые акции взамен проданных. Подобные действия инвесторы совершают в твердом убеждении, что ближе к концу подписного периода они смогут приобрести права на рынке дешевле. Напри-

⁴ C. James Pilcher, *Raising Capital with Convertible Securities* (Ann Arbor: University of Michigan Press, 1955), p. 105.

мер, акционер владел 100 акциями компании. Новые акции можно купить из расчета 10 прав за каждую акцию. До окончания подписки на новый выпуск инвестор покупает на свободном рынке 1000 прав и подписывается на новые акции. Таким образом, он восстанавливает свое владение акциями компании в прежнем объеме. Разница между поступлениями от продажи акций «с правами» и затратами на покупку прав и уплату подписной цены представляет собой валовую прибыль инвестора.

Арбитраж на правах

Некоторые профессионалы проводят арбитражные операции с правами. Например, участник рынка может обнаружить, что цена прав оказалась слишком низкой, если принять во внимание рыночный курс самих акций. В этом случае он «коротко» продает 100 акций, покупает необходимое для подписки на эти акции число прав, приобретает сами акции и «закрывается» поставкой акций, которые он вовремя успел получить. Подобные действия ведут к снижению рыночного курса акций и увеличению цены прав; в результате между ценами двух инструментов вновь устанавливается соответствие. Занятия арбитражными операциями на правах всегда требуют проведения быстрых и точных расчетов, а также тщательной калькуляции затрат. Малейшие ошибки в расчетах обычно немедленно оборачиваются крупными убытками. Таким образом, новичкам на рынке и непрофессионалам арбитражем на правах заниматься не рекомендуется.

Резервное гарантирование нового выпуска

Практически при любом размещении новых выпусков акций по подписке часть прав остается неиспользованной. Как уже отмечалось, некоторые свидетельства прав просто теряются, игнорируются или остаются неиспользованными по забывчивости акционеров. Гораздо более серьезной проблемой для компании-эмитента является возможное падение рыночного курса ее акций ниже подписной цены, которое делает подписку нецелесообразной, так как права утрачивают свою «внутреннюю» стоимость. Конечно, подобного развития событий можно избежать, установив подписную цену на гораздо более низком уровне по сравнению с текущим рыночным курсом акций, однако тогда компании придется выпустить слишком много новых акций, в результате чего произойдет значительное «разбавление» чистой прибыли в расчете на одну акцию, и компания не сможет удержать дивиденды на прежнем уровне. Решение проблемы в конечном счете за счет уменьшения размера выплачиваемого на одну акцию дивиденда всегда негативно расценивается теми, кто прогнозирует курс акций данной компании.

Для того чтобы компания-эмитент могла реализовать акции по подписке по цене лишь не намного ниже текущей рыночной и при этом привлечь достаточный дополнительный капитал, она обычно заключает резервное соглашение с гарантом выпуска, который обязуется выкупить оставшуюся после окончания подписки нераспроданную часть акций. Существует вероятность, что гаранту придется выкупать весь выпуск, хотя она и крайне мала.

В целях предотвращения падения рыночного курса акций ниже подписной цены, что представляет собой главную опасность для размещения выпуска, гаранты получают разрешение поддерживать (стабилизировать) рыночный курс. В случае успеха размещения гарант выкупает оставшуюся нераспроданную часть акций и затем вновь предлагает их инвесторам по чистой цене, котируемой брокерами клиентам. За исключением ситуации, когда рыночный курс акций стабильно падает, гарант обычно извлекает свой доход, получая плату за предоставление гарантии, которая часто достигает 1% от рыночной стоимости части выпуска, выкупленной и затем перепроданной на свободном рынке гарантом, и иногда делает прибыль на самих правах, либо покупая их у крупных акционеров по ценам ниже текущих рыночных, либо получая оставшиеся неиспользованными права и приобретая у компании акции по цене ниже их рыночного курса. Эти акции впоследствии продаются по чистой цене и приносят гаранту прибыль..

Как и в большинстве случаев гарантирования новых выпусков, при резервном гарантировании риск и все полученные прибыли обычно распределяются между членами гарантийного синдиката. Плата за гарантирование делится между членами группы, а все приобретаемые группой акции размещаются путем «коротких» продаж среди членов группы, которые в конечном счете реализуют все прибыли или убытки от своей части акций.

Долгосрочные права

Когда проводится различие между правами и варрантами, обычно подчеркивают, что права действительны всего лишь в течение нескольких недель, тогда как варранты существуют годами либо вообще не имеют предельной даты исполнения. В последнее время на рынке появился и приобретает все большую популярность особый инструмент, который стирает это различие между правами и варрантами.

Некоторые компании стали начислять дивиденды на одно или несколько прав, которые не исчезают в течение многих лет. Такие права могут не подлежать исполнению, а также не существовать в форме каких-либо материальных сертификатов (сертификаты выпускаются лишь при особых обстоятельствах). Причиной для выпуска сертификатов прав такого рода часто является попытка недружественного поглощения компании, выпустившей права. В этом случае права принимают материальную форму и позволяют своим владельцам приобрести дополнительные акции компании-эмитента или компании-поглотителя. Цель выпуска таких необычных прав — предотвратить попытки поглощения компании либо по крайней мере сильно осложнить его или сделать чрезвычайно дорогостоящим. Права такого рода в действительности являются примерами так называемых «отравленных таблеток» или «средств отпугивания акул»⁵.

⁵ Примером таких сложных прав являются права, выпущенные 24 февраля 1986 г. компанией «American Airlines». Права действительны в течение 10 лет.

Налоги

Получившие права акционеры в конце концов начинают понимать, что владение правами не увеличивает их богатства. Они должны продавать права или подписываться на новые акции исключительно для того, чтобы сохранить уже имеющийся у них капитал. Фактически они даже теряют некоторые суммы, если им приходится платить комиссионные за продажу своих прав. Кроме того, у акционеров могут возникнуть проблемы налогового характера, которые потребуют для своего разрешения некоторого времени либо даже финансовых затрат. Эти проблемы касаются периодов владения правами и/или налоговой базы.

Как правило, распределение прав не увеличивает валового дохода акционера. Служба внутренних доходов (налоговое ведомство США) признает, что в результате получения прав нового дохода не возникает. Однако в отношении прав существует так много различных правил и исключений, что обычно требуется тщательное изучение налоговых последствий каждого конкретного распределения прав, и обойтись комментариями общего характера не удастся. Например, если права имеют справедливую рыночную стоимость от 15% и более от стоимости акций, которые они представляют, в случае продажи или использования прав налоговая база акций (стоимость актива, на основе которой рассчитывается размер налога) должна распределиться между самими акциями и правами. Если рыночная стоимость прав составляет менее 15% от стоимости акций, акционер также может тем или иным путем распределить налоговую базу между акциями и правами, а может также указать стоимость прав, равной нулю, и оставить стоимость принадлежащих ему изначально акций как налоговой базы неизменной. Всякое распределение налоговой базы производится на фактическую дату распределения прав компанией, а не на дату регистрации акционера для их получения. Ответы на вопросы о точном распределении налоговой базы между стоимостью акций и прав всегда можно получить у большинства брокеров «полного обслуживания», которые в интересах своих клиентов собирают информацию подобного рода.

В дальнейшем возникают вопросы налогового характера о неиспользованных правах, срок которых уже истек, о подлежащих налогообложению правах, об информации, которую требуется предоставлять в налоговой декларации, о времени владения проданными в конечном счете правами или приобретенными по подписке акциями и о налоговой базе вновь приобретенных акций. Решение всех этих вопросов может потребовать консультации у специалиста в области налогообложения, обращения за разъяснениями в Службу внутренних доходов или изучения источников типа технических руководств по налогообложению, поэтому получение прав может оказаться далеко не таким выгодным, как это кажется с первого взгляда.

ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ И РЕЙТИНГ ЦЕННЫХ БУМАГ

Цель данной главы — показать те источники информации, которыми может воспользоваться инвестор или участник рынка. Естественно, мы не станем пытаться перечислить все источники, хранящиеся в библиотеке профессиональных аналитиков фондового рынка. Некоторые из источников содержат только голые факты, предоставляя читателям возможность самостоятельно интерпретировать их. В ряде других источников предпринимаются попытки объяснить последствия тех или иных происшедших событий. Есть также источники, содержащие исключительно материалы прогнозного характера. Каждый инвестор должен самостоятельно решить для себя, намерен ли он полагаться только на свое собственное мнение или же он будет действовать согласно советам и в соответствии с мнением других людей. Участники рынка часто расходятся в своих оценках полезности источников информации, однако большинство из них в той или иной степени опирается на них. Последний раздел главы посвящен рейтингам ценных бумаг.

ИСТОЧНИКИ ИНФОРМАЦИИ

Финансовые разделы газет

Вне всяких сомнений, самым доступным и наиболее употребительным источником информации для абсолютного большинства участников фондового рынка являются финансовые разделы газет. При наличии хорошей финансовой редакции газетные финансовые рубрики включают в себя все основные деловые и финансовые новости дня и содержат достаточно подробные их комментарии. В газетах обычно делается упор на «горячие» новости, т.е. текущие события, в то время, как комментариям долгосрочных последствий тех или иных событий часто уделяется совсем небольшое внимание. Финансовые газетные публикации являются постоянным источником информации для каждого, кто хочет быть в курсе текущих событий и знать, как они отражаются на фондовом рынке. Обычно газеты публикуют данные о курсах, объеме торговли и другие представляющие интерес сведения, однако серьезный читатель должен хорошо понимать, что необходимость срочной пода-

чи новостей исключает возможность тщательного редактирования материалов. Тем, кто стремится получать «чистые сведения», можно посоветовать обратиться к другим источникам.

В большинстве крупных городов США издаются «главные» газеты, которые более или менее полно отражают на своих страницах финансовые и деловые новости. Многие инвесторы отдают предпочтение специализированным финансовым газетам типа «The Wall Street Journal», «Journal of Commerce», «Financial Times» и «Investor's Daily». Подавляющая часть исследователей фондового рынка пользуются газетой «The Wall Street Journal»¹, дополняемой, по возможности, хорошим местным периодическим изданием¹.

Тикер новостей

Наиболее крупная в стране служба оперативной передачи финансовой информации через систему тикеров (биржевого телеграфа) принадлежит и управляется компанией «Dow Jones and Сотрапу», которая также издает газету «The Wall Street Journal». Тикеры этой системы выдают информацию на бумажную ленту круглосуточно и работают в большинстве брокерских фирм. Главное достоинство телеграфной системы состоит в том, что через нее передаются все основные «горячие» новости из мира торговли, промышленности, финансов и политики. Принимая во внимание, что многие «горячие» новости немедленно отражаются на состоянии фондового рынка, ценность этой информационной услуги очевидна. Иногда тикер называют «широкой лентой» (broad tape); часто эту ленту изучают с таким же вниманием, как и текущую информацию о ценах. Большинство передаваемой по системе финансовых тикеров службы «Dow Jones» информации в конечном счете публикуется на страницах «The Wall Street Journal» и других газет и журналов.

Крупные издательские ассоциации располагают собственными телетайпами и передают и получают массу финансовой информации. По крайней мере одна из брокерских фирм имеет собственную тикерную службу; другие фирмы передают и получают информацию по многоцелевым информационным сетям. Кроме того, используемые торговым персоналом брокерских фирм системы автоматических котировок позволяют записывать или выводить на мониторы информацию, не относящуюся к текущим ценам.

Банковские бюллетени

Несколько ведущих банков страны ежемесячно распространяют так называемые «банковские послания», которые в действительности представляют собой весьма толстые бюллетени. Некоторые из таких посланий бесплатно рассылаются по почте всем желающим, тогда как другие бюллетени распространяются строго по подписке. Послания состоят преимущественно из коммента-

¹ В «Fortune's Investment Information Directory» перечисляется свыше 1000 источников инвестиционной информации. В справочнике приводится подробное описание характера информации, содержащейся в каждом из источников, а также цена источника и адрес и телефон, по которым его можно заказать. Справочник был выпущен издательством Dushkin Publishing Group, Guilford, CN в 1986 г.

риев к основным событиям в сфере бизнеса и экономики, которые часто рассматриваются с точки зрения их долгосрочных последствий. Как правило, весьма хорошо отредактированные, эти бюллетени по сравнению с ежедневной прессой содержат гораздо более подробные и объективные интерпретации новостей. Фондовый рынок не является их главной темой, однако публикуемые в них материалы помогают лучше понять определяющие деловую среду основные события.

Среди наиболее известных публикаций такого рода выделяются бюллетени «Citibank», «Cleveland Trust Cotrapу», «Federal Reserve Bank of New York» и «Security Pacific Bank of Los Angeles». Существует также несколько великолепных канадских банковских посланий, в качестве примера которых упомянем бюллетень «Bank of Montreal*». Наконец, многие из федеральных резервных банков ежемесячно издаются бюллетени, в которых содержится подробный и точный анализ экономического положения на территории их регионов.

Информационные бюллетени

Многие инвесторы регулярно читают по несколько информационных бюллетеней. Эти распространяемые исключительно по подписке отчеты обычно содержат изложение последних новостей, преимущественно политического характера, вместе с комментариями. Довольно много места на страницах бюллетеней отводится прогнозам политических событий. Примерами бюллетеней такого рода являются «The Kiplinger Washington Letter*», «Babson's Reports*» и «Personal Finance Letter*».

Финансовые журналы

В настоящее время издается множество финансовых журналов, различающихся по тематике, взглядам редакторов и формату. В основном они содержат обзоры текущих деловых новостей, касающихся фондового рынка и экономической ситуации. На страницах некоторых журналов можно найти прогнозы фондового рынка и анализы основных факторов, определяющих его устойчивость или слабость. Часто приводятся комментарии по поводу отдельных акций, представляющих в данный момент особый интерес для инвесторов или спекулянтов. Некоторые журналы представляют собой только обзоры финансовых новостей и не содержат советов инвесторам и участникам рынка. Для ряда журналов характерно наличие множества таблиц с характеристиками акций и облигаций и отчетов о доходах эмитентов, тогда как другие журналы отличаются склонностью к пространным статьям об экономическом положении или публикуют «портреты» ведущих корпораций. Среди всего множества финансовых журналов невозможно найти двух одинаковых; каждый из журналов предназначен для строго определенного круга читателей. Исследователи фондового рынка тщательно знакомятся с целым рядом периодических изданий такого рода и самостоятельно решают для себя, какие из журналов наиболее полезны в изучении рынков ценных бумаг. Среди журналов данной группы упомянем «Barron's», «Commercial and Financial Chronicle*», «Dun's Review*», «Financial World*», «Forbes*», «Fortune», «Investment Dealer's Digest*», «Money Magazine*» и «Nation's Business*».

Некоторые журналы имеют ярко выраженный научный характер. К этой группе относятся *Financial Analysts Journal**, *Journal of Futures Markets** и *Journal of Money, Credit, and Banking**.

Прочие журналы

Некоторые журналы, являясь гораздо менее специализированными по своей тематике по сравнению с перечисленными выше, тем не менее имеют большое значение для инвесторов и участников рынка. Хотя они и не ориентированы специально на эту категорию читателей, в них часто можно найти обстоятельные и заслуживающие самого пристального внимания статьи, касающиеся финансовой тематики или фондовых рынков. Фондовый рынок всегда чутко реагирует на происходящие в мире события как экономического, так и политического характера, поэтому комментарии нефинансовых новостей представляют определенную ценность. Примерами таких периодических изданий являются *eBusiness Week**, *Time**, *Newsweek** и *U.S. News and World Report**.

Федеральные публикации

Федеральное правительство и Совет управляющих Федеральной резервной системы издают несколько публикаций, представляющих большую ценность для инвесторов и спекулянтов. *Statistical Abstract** Министерства торговли США содержит огромный объем статистической информации о производстве, потреблении, продажах, занятости, финансах, населении, налогообложении, ценах, государственных расходах, долгах, положении в банковском деле, экономике в целом и сельском хозяйстве. Почти все данные приводятся с разбивкой по годам. Для некоторых специалистов этот источник представляет величайшую ценность.

*Survey of Current Business** также выпускается Министерством торговли и является совершенно необычным ежемесячным периодическим изданием. Журнал состоит главным образом из деловой статистики за месяц, представленной в табличной форме. Информация подается в виде абсолютных значений и индексов и охватывает общие индикаторы экономического цикла, товарные цены, строительство и рынок недвижимости, внутреннюю торговлю, занятость и население, финансы, международные операции, транспорт и связь, обрабатывающую промышленность. Каждый месяц в журнале публикуется несколько статей о положении в банковской сфере, в экономике и в сфере налогообложения.

Еще двумя полезными публикациями среди множества изданий, выпускаемых Министерством торговли США, являются *Industrial Outlook** и *The Census of Business**.

Совет управляющих ФРС выпускает два периодических издания, представляющих большую ценность для изучающих экономическую ситуацию. Одно из них, *Federal Reserve Bulletin**, выходит раз в месяц и содержит преимущественно информацию о положении в банковской и финансовой сферах; особой полнотой отличается банковская статистика. Совет управляющих пуб-

ликует также приложение к бюллетеню, в котором движение всех основных показателей, приведенных в бюллетене, представлено в форме графиков.

Еще один статистический обзор федерального правительства называется «Economic Indicators*». Подготавливаемый Объединенным комитетом по экономическим отчетам Совета экономических консультантов обзор содержит таблицы и графики текущих экономических показателей, таких, как показатели объемов выпуска, доходов и расходов; занятости, безработицы и заработной платы; производства и деловой активности; цен; денежной массы, кредита и рынков ценных бумаг; федеральных финансов. Особую ценность он имеет для тех, кто интересуется последними значениями данных показателей.

Другое издание федерального правительства называется «Business Cycle Developments*». Его ежемесячно выпускает Бюро переписей; в основном он содержит показатели, оказывающиеся наиболее полезными в определении подъемов и спадов в экономике. Издание родилось благодаря усилиям Джеффри Г. Мура и его коллег по работе в Национальном бюро экономических исследований.

Корпорации

Акционеры корпораций, так же как и сторонние инвесторы, получают массу информации о корпоративных делах. Многие годовые отчеты корпораций расцениваются как важные источники информации. Акционеры любой компании, ценные бумаги которой зарегистрированы для торговли на какой-либо национальной фондовой бирже, обычно получают копии отчетов по почте. Кроме того, всегда можно получить отчеты компании, обратившись с письменной просьбой к ее секретарю. Отчеты различных компаний отличаются друг от друга объемом, манерой подачи фактов, формой представления финансовых показателей и «прозрачностью» информации. Из таких отчетов можно узнать очень многое. Одним из наиболее ярких изменений, происшедших с отчетами компаний в последние годы, стала попытка составлять их в популярной форме, понятной любому человеку. Этим нынешние отчеты отличаются от прежних, которые далеко не всегда были понятны даже бухгалтерам и профессиональным инвесторам. Бухгалтерская терминология под влиянием давно назревшей необходимости постепенно становится стандартной. Даже внешний вид отчетов компаний радикальным образом изменился. Для современных отчетов стали характерными цветная печать и привлекательное оформление, что делает их совершенно непохожими на тусклые и скучные брошюры, которые были обычны еще несколько лет назад. Годовые отчеты компаний продолжают оставаться весьма ценными источниками информации, мимо которых не может пройти ни один исследователь фондового рынка. Сейчас многие компании, ценные бумаги которых зарегистрированы для торговли на одной из национальных фондовых бирж, помимо годовых отчетов стали выпускать ежеквартальные отчеты о продажах и доходах.

Торгово-промышленные ассоциации

В большинстве крупных отраслей США имеются торгово-промышленные ассоциации, часто называемые «институтами» или «консультативными советами». Время от времени они подготавливают и издают отчеты о положении в отрасли. Поскольку подобные ассоциации по своей сути являются представителями отраслей по связям с общественностью, никогда не следует забывать, что в их публикациях материалы всегда подаются с определенной точки зрения, рассчитанной на благоприятное восприятие состояния дел в отрасли. Примерами хорошо известных торгово-промышленных ассоциаций являются Американский институт железа и стали (American Iron and Steel Institute), Американский нефтяной институт (American Petroleum Institute), Институт хлопка и текстиля (Cotton Textile Institute), Национальная ассоциация производителей шерсти (National Association of Wool Manufacturers), Национальная ассоциация розничных продавцов текстильной продукции (National Retail Dry Goods Association), Национальная ассоциация меди (National Brass and Copper Association), Институт электричества им. Эдисона (Edison Electric Institute), Корпорация Ф.У. Доджа (F.W. Dodge Corporation) и Ассоциация производителей автомобилей (Automobile Manufacturers Association).

Отраслевые газеты и журналы

Список наименований отраслевых газет и журналов кажется бесконечным. Эти издания могут выпускать частные издательские фирмы и торгово-промышленные ассоциации. Как правило, содержащиеся в них материалы посвящены положению в отрасли, производству, сбыту, важным событиям и людям, работающим в отрасли. Часто эти журналы и газеты дают хорошее представление об экономической ситуации в конкретной отрасли. Примерами отраслевых изданий являются «Railway Age», «TexShe World», «Food Industries», «Electrical World», «Mac's Paper», «Oil and Gas Journal», «Chain Store Age», «Iron Age», «Steel» и «Chemical and Metallurgical Engineering».

Коммерческие банки

Постоянный и хороший клиент коммерческого банка или трастовой компании часто может получить у должностных лиц этих организаций ценный совет в отношении рынков ценных бумаг. Банки являются крупными держателями облигаций, поэтому их сотрудники часто бывают особенно компетентными в консультировании относительно инвестиций именно в этот вид ценных бумаг. Многие трастовые компании и трастовые отделы банков с удовольствием берут на себя управление инвестиционными портфелями клиентов за соответствующее вознаграждение.

Фирмы по работе с ценными бумагами

Во многих случаях фирмы по работе с ценными бумагами оказываются важнейшим источником информации для своих клиентов, которым они всегда готовы в ходе личных контактов помочь инвестиционным советом. Хорошо

управляемые организации «полного обслуживания» способны оказывать своим клиентам самые разнообразные услуги. Некоторые клиенты считают весьма полезным для себя регулярные встречи с должностными лицами и зарегистрированными представителями фирм, во время которых они получают советы и информацию о покупке и продаже ценных бумаг и других финансовых инструментов рынка. Многие фирмы готовы бесплатно проверить состав инвестиционного портфеля клиента и высказать свою оценку. Некоторые из них соглашаются даже подготовить для клиента специальную финансовую схему инвестиций, как правило, за чисто символическую плату. Естественно, что брокер при этом рассчитывает на то, что активность клиента возрастет; однако, несмотря ни на что, если подобные услуги оказываются добросовестно, они способны принести немалую пользу клиенту.

Имеющая хорошую репутацию брокерская фирма обычно отвечает на любой вопрос клиента, заданный в письменной форме или по телефону; иногда ответ на вопрос требует от фирмы проведения настоящего исследования. Во многих брокерских конторах установлены тикеры, и клиентам разрешается свободно пользоваться ими. Хорошо оснащенная фирма, помимо тикеров, часто бывает прямо связана с одной или несколькими статистическими службами, что существенно облегчает работу с некоторыми клиентами и помогает представителю фирмы, по мере необходимости, быстро получать информацию такого рода.

С точки зрения объемов проводимых исследований и публикаций их результатов брокерские фирмы очень различны. Некоторые крупные фирмы включают в свои штаты высококвалифицированных специалистов, занятых подготовкой и непрерывным выпуском отчетов о состоянии рынка, отдельных корпораций, отраслей или экономики в целом. Эти отчеты выпускаются в форме конъюнктурных обзоров, отраслевых отчетов, бюллетеней для инвесторов, специальных обзоров отдельных корпораций, бюллетеней с информацией о методах фондовой торговли и инвестирования, результатов исследований акций, по которым выплачиваются дивиденды, и т.д. За последние годы число и тематика отчетов существенно расширились; гораздо чаще, чем прежде, в них стала подчеркиваться инвестиционная сторона фондового рынка. В тех случаях, когда фирма является гарантом нового выпуска ценных бумаг, она может, помимо всего прочего, заниматься рассылкой проспектов эмиссии заинтересованным клиентам.

Много лет назад конъюнктурные обзоры были обычной и часто единственной формой публикаций брокерских фирм. В них содержалась информация о текущем состоянии дел на рынке, подаваемая нередко с точки зрения биржевиков, ежедневно ликвидирующих свои позиции. Отчеты часто были поспешно и плохо отредактированы и весьма поверхностны. Хотя до сих пор многие фирмы продолжают ежедневно или еженедельно выпускать конъюнктурные отчеты, им уже не придают столь большого значения, как прежде, так как сейчас любой анализ рынка в хорошей финансовой газете содержит приблизительно такую же информацию.

Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC)

Главный офис SEC и ее региональные отделения получают от зарегистрированных корпораций значительный объем весьма полезной для инвесторов информации. Эта информация принимает форму регистрационных документов на подготавливаемые к размещению или продаже ценные бумаги, периодических отчетов комиссии и отчетов компаний, ценные бумаги которых зарегистрированы на национальных фондовых биржах. Предоставление отчетов является обязательным по Закону о ценных бумагах 1933 г., Закону о торговле ценными бумагами 1934 г., Закону о холдинговой компании в сфере коммунального хозяйства 1935 г. и Закону об инвестиционной компании 1940 г. Все поступающие в комиссию отчеты открыты для ознакомления; многие частные статистические службы весьма активно пользуются ими, черпая из них первичную информацию. Среди профессиональных аналитиков фондового рынка особой популярностью пользуются годовые отчеты 10-K и ежеквартальные отчеты 10-Q, которые содержат более подробную и беспристрастную по сравнению с подготовленными для акционеров собственными отчетами компаний информацию. Тем не менее, хотя частные инвесторы вполне могут получать эти отчеты в SEC или часто у самих компаний, большинство предпочитает полагаться на вторичные источники, такие, как брокерская фирма, регистрационный проспект или справочник по ценным бумагам.

Неоценимую помощь для серьезно изучающих рынки ценных бумаг и экономическую активность в целом оказывают ежемесячно издаваемый Комиссией по ценным бумагам и биржам «Statistical Bulletin*» и ее годовой отчет.

Службы по составлению графиков

Большой популярностью среди участников рынка пользуются различные службы по составлению графиков. Все они в основных чертах похожи друг на друга. В сущности, эти службы стремятся в графическом виде показать движение курсов акций многих ведущих корпораций США, особенно тех, что котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже. Число составляемых фирмами графиков варьируется от 200 до 1000; каждый график показывает движение курса за ряд лет. Кроме того, строятся графики доходов, дивидендов, объема торговли, цен и ценовых колебаний. Новые дополнения к графикам производятся раз в месяц или в два месяца. В каждой фирме все графики строятся в одном масштабе, что позволяет легко сравнивать движение курсов различных акций. Характерной чертой большинства таких фирм является наличие выполненного на прозрачной бумаге так называемого «рабочего листа», на котором показано, например, движение среднего показателя курсов промышленных акций Dow Jones. «Рабочий лист» накладывается на график курса акций какой-либо конкретной компании, что сразу позволяет увидеть, насколько движение курса акций этой компании совпадало с движением фондового индекса.

Графики варьируются от наиболее простых, которые показывают периодические изменения цены, до таких изощренных и понятных лишь единицам, как японские фигуры «подсвечник». Некоторые инвесторы убеждены,

что с помощью графиков они смогут выбрать акции, которые выглядят многообещающими, либо, напротив, обнаружить, что уже принадлежащие им акции не отвечают их стремлениям и должны быть проданы.

Консультационные службы и инвестиционные советники

Существует целый легион частных лиц и фирм по работе с ценными бумагами, занятых консультированием спекулянтов и инвесторов. Среди них есть весьма уважаемые организации, имеющие в своем штате прекрасно подготовленных сотрудников и безупречную репутацию, но есть и множество частных консультантов или организаций, которые растут как грибы после дождя, когда на рынке наблюдается подъем, и быстро исчезают во время спадов. Не стоит и говорить о том, что, прежде чем обращаться за консультацией в ту или иную службу, необходимо очень скрупулезно выяснить, что она собой представляет.

Статистические службы

В роли важнейшего источника информации для владельцев ценных бумаг выступают статистические службы. Среди наиболее известных организаций такого рода «Moody's Investors Service*», «Standard & Poor's Corporation*», «Fitch Publishing Company*» и «Value Line Investment Survey*». Помимо присвоения ценным бумагам рейтингов, про которые мы кратко скажем ниже, эти службы собирают и публикуют огромное количество статистической информации, относящейся к акциям и облигациям корпораций.

Возможно, самыми известными публикациями этих служб являются огромные справочники по корпорациям. Обычно они слишком дороги для рядового инвестора, однако с ними легко ознакомиться в банках, библиотеках и брокерских фирмах. Справочники выпускаются в переплетенной и непереплетенной форме; в любом случае они часто обновляются на основе свежих отчетов корпораций. Для облегчения пользования справочниками большие годовые тома часто разбиваются на разделы, содержащие информацию о железнодорожных компаниях, компаниях коммунального хозяйства, промышленных, государственных компаниях, банках и финансовых фирмах. В справочники включаются сведения почти обо всех крупных компаниях, которые могут представлять какой-либо интерес для инвестора. Обычно каждая статья содержит краткое описание сферы деятельности компании, ее отраслевой специализации и положения в отрасли, отчет о прибылях и убытках и баланс, информацию о ее ценных бумагах, дивидендах и чистой прибыли компании в расчете на одну акцию и указание рыночного курса ее ценных бумаг. Часто приводится статистическая информация о компании за последние 5—10 лет, что позволяет проводить сопоставления. Годовые тома изданий не устаревают благодаря ежемесячной, еженедельной и даже ежедневной публикации дополнений к ним. В дополнениях сообщаются последние данные о доходах компании, дивидендах, досрочном погашении и отзыве ценных бумаг, выпуске прав, новых выпусках, изменениях в рейтинге, ценных бумагах, срок погашения которых наступил, и т.д.

Кроме своего основного издания, «Corporation Records», компания «Standard & Poog's» выпускает «Standard Stock Reports», которые имеются практически в любой брокерской фирме. Значительные объемы информации излагаются в краткой форме на одной странице, которая может быть передана или отправлена по почте клиенту и сразу же заменена идентичной страницей из пачки. Такие страницы часто называют «рекламкой» (tear sheets).

Статистические службы публикуют также обзоры акций и облигаций. Обзоры по акциям и облигациям выходят раздельно, обычно раз в неделю. Типичный обзор по акциям содержит информацию о ближайших перспективах курсов акций, долгосрочных перспективах, отдельных выпусках, перспективах экономики страны и группах акций (выделенных по отраслевому или иному признаку). Кроме того, в обзорах указываются сведения по отдельным акциям, например, общее отношение рынка к данным акциям, их положение на рынке, прогноз дивидендов, оценка перспектив прибылей эмитента, последние новости, связанные с эмитентом и рекомендации о покупке и продаже акций. Таким образом, публикации статистических служб носят ярко выраженный консультативный характер.

Обзоры, посвященные облигациям, также позволяют инвесторам быть в курсе всех событий на рынке облигаций, поскольку содержат оценку перспектив рынка, информацию об активности в строительстве, о новых облигационных выпусках, доходности, новых государственных выпусках и финансировании проектов. В обзорах по акциям и облигациям всегда рассматриваются все важные экономические, финансовые и политические факторы, способные оказать влияние на цены фондового рынка.

Подводя итоги, еще раз отметим, что статистические службы собирают и публикуют огромное количество статистической информации, относящейся почти ко всем заметным компаниям, вне зависимости от того, котируются ли их ценные бумаги на биржах, а также анализируют и интерпретируют положение компаний и их ценных бумаг. Обзоры служб насыщены фактами и носят аналитический и консультативный характер.

Справочники по инвестиционным компаниям

Несколько организаций издает справочники и обзоры, содержащие сведения о портфелях и деятельности инвестиционных компаний. Возможно, самым известным из справочников такого рода является ежегодно издаваемый фирмой «Arthur Wiesenburger and Company» справочник investment Companies*. Кроме того, анализ портфелей и деятельности инвестиционных компаний представлен в публикациях «Barron's» и «Forbes».

Группы

Помимо семинаров, организуемых теми, кто в первую очередь заинтересован в продаже тех или иных финансовых продуктов, имеются иные формы групповой деятельности, которые могут быть продуктивными или, по крайней мере, интересными. Многие колледжи и университеты предлагают всем желающим курсы продолжительностью от нескольких дней до полного семе-

стра. Некоторые из курсов позволяют получить знания по широкому кругу финансовых вопросов, тогда как другие узкоспециализированы и дают представление, например, об опционах или муниципальных облигациях. Американская ассоциация частных инвесторов регулярно проводит для своих членов семинары, взимая за участие в них символическую плату. Существуют также частные инвестиционные клубы, которые дают своим членам возможность обмениваться информацией и общаться с приглашенными лекторами. Лекторы, однако, иногда бывают больше заинтересованы в продаже тех или иных финансовых продуктов, нежели в предоставлении полезной информации.

Радио и телевидение

Кроме таких общенациональных кабельных сетей, как CNBC/FNN, во многих крупных городах США имеются местные телевизионные или радиовещательные станции, которые распространяют преимущественно или только финансовую информацию. Большинство из них не ограничивается сообщением «горячих» новостей и текущих рыночных курсов и обычно включает в свои передачи беседы или интервью на узкие финансовые темы. Многие телерадиостанции, естественно, задумывались как проводники рекламных объявлений, однако среди моря рекламы всегда удается выловить полезную информацию. Некоторый интерес могут также представлять «ток-шоу», особенно если их участники знают, о чем говорят.

Электронные средства информации

В финансовой сфере, так же как и во многих других отраслях, наблюдается подлинный информационный взрыв. Сейчас инвесторам стали доступны многочисленные компьютерные программы, базы данных, аудио- и видеокассеты. Некоторые из электронных носителей информации накапливают, обрабатывают или распространяют данные по широкому кругу вопросов, тогда как другие узкоспециализированы и могут, например, всего лишь регистрировать информацию, относящуюся к личному портфелю инвестиций частного инвестора.

Службы прогнозов

Возможно, самым часто повторяемым спекулянтами вопросом является следующий: «В каком направлении двинется рынок?» Каждый хотел бы знать, что будет происходить с ценами фондового рынка; правильный ответ на этот вопрос означает прямую дорогу к богатству. Именно по этой причине составление прогнозов стало одной из наиболее популярных и прибыльных услуг, предлагаемых различными информационными службами, будь то периодические издания, консультационные фирмы, финансовые обозреватели, брокерские фирмы, дилеры по ценным бумагам или специализированные службы прогнозов. Ценность всех этих прогнозов, естественно, зависит от того, насколько они точны.

Надежности предлагаемых финансовыми службами прогнозов фондового рынка посвящено множество исследований, и ни одно из них не внушает большого оптимизма. Широкую известность получили два сравнительно давно проведенных в этой области исследования. Первое исследование провел выдающийся экономист и статистик Альфред Коулз III; результаты исследования были опубликованы в 1933 г.² Он обследовал деятельность 16 финансовых служб в период с 1 января 1928 г. по 1 июля 1932 г. За это время службы в общей сложности подготовили и выдали свыше 7500 рекомендаций относительно инвестиций в акции. Коулз пришел к выводу, что рекомендованные финансовыми службами акции принесли инвесторам доход, который в среднем был на 1,4% меньше, чем средний доход от инвестиций в акции вообще.

Дополняя свое исследование, Коулз изучил 24 финансовых издания за тот же период с точки зрения их прогнозной ценности. Он обнаружил, что за четыре с половиной года действия на основе публикуемых прогнозов имели бы на 4% худшие результаты по сравнению со средними результатами действий, основанных на чистой случайности. Другими словами, эти прогнозы помогли не больше, чем надежда на чистую случайность.

Второе исследование точности прогнозов было проведено Комиссией по ценным бумагам и биржам по результатам торговли акциями на Нью-Йоркской фондовой бирже 3 сентября 1946 г. В тот день на рынке произошел резкий спад; падение среднего курса по 94S акциям на рынке стандартных единиц торговли (партий акций по 100 штук) составило 3,40 дол. На рынке установилось продолжительное господство «медведей», в результате чего курсы акций смогли достичь уровня 1946 г. лишь к 1950 г. SEC изучила 896 различных публикаций, распространенных 166 инвестиционными консультантами, брокерами и дилерами в период между 26 августа и 3 сентября 1946 г., т.е. в последнюю неделю накануне биржевой катастрофы. В число изученных публикаций вошли конъюнктурные обзоры, бюллетени, обзоры новостей, сообщения-«молнии» и другие виды печатной продукции, содержащие комментарии по поводу рынка.

В указанных источниках было обнаружено в общей сложности 489 долгосрочных прогнозов рынка. Из 260 из них (около 60%; следовало, что на рынке, вне всякого сомнения, будет наблюдаться подъем; только 20 прогнозов (4%) были откровенно «медвежьими» или рекомендовали продать хотя бы часть акций. Все остальные прогнозы оказались слишком осторожными и туманными.

К категории краткосрочных относились 95 изученных прогнозов; 55 из них настаивали на рынке «быков», 34 были слишком осторожными и всего лишь 6 указывали на возможность спада на рынке. Что же касается прогнозов того времени в отношении акций отдельных отраслей и компаний, то 272 прогноза были «бычьими», 10 — «медвежьими», 17 — смешанными и 13 — неопределенными.

Научное исследование Брилли не смогло подтвердить того факта, что профессиональные прогнозисты извлекают из своих прогнозов материальную выгоду, особенно в тех случаях, когда им приходится часто принимать реше-

² "Can Stock Market Forecasters Forecast?" *Econometrica* (July 1933), pp. 314—316.

ния относительно большого числа различных ценных бумаг. Результаты исследования могут обескуражить тех, кто привык полагаться на рекомендации инвестиционных компаний, исследовательских отделов брокерских фирм или инвестиционных консультационных служб, считая, что следование им является самым легким путем к богатству³.

РЕЙТИНГ ЦЕННЫХ БУМАГ

Рейтинг ценных бумаг (security rating) — это процесс, в ходе которого статистическая служба изучает ценные бумаги и присваивает им оценки, обозначаемые специальными символами и указывающие на инвестиционное качество ценных бумаг. Ценные бумаги высшего качества обозначаются символом А, за ними следуют бумаги с рейтингом В, а наиболее низкое инвестиционное качество (надежность) отмечается символами С и D. Такой системой символов для обозначения рейтингов облигаций пользуются компании «Moody's», «Fitch» и «Value Line». «Standard & Poor's Corporation*» дает также оценки акциям.

История

Четыре концерна, специализирующиеся на рейтинге облигаций, за время своего существования достигли в этой области столь заметных успехов, что их по праву можно назвать дилерами. Первые рейтинги ценных бумаг опубликовал в 1909 г. Джон Муди, который в то время занимался анализом инвестиций в ценные бумаги железнодорожных компаний. Его начинание в конце концов воплотилось в одной из двух ныне доминирующих в области рейтингов компаний, получившей название «Moody's Investors Services, Inc.» и являющейся подразделением компании «Dun and Bradstreet, Inc.» За Муди последовали компания «Poor's Publishing Company*», которая впервые начала присваивать рейтинги в 1916 г., и компания «Standard Statistics Company*», опубликовавшая свои первые рейтинги в 1922 г. Эти две компании впоследствии слились, образовав крупнейший в настоящее время концерн по рейтингу облигаций «Standard & Poor's Corporation*», который является филиалом «McGraw-Hill, Inc.*».

Следующей компанией, начавшей заниматься рейтингами, стала «Fitch Publishing Company*» из Нью-Йорка, учрежденная в 1924 г. Долгое время «Fitch*» прочно занимала среди рейтинговых компаний третье место, однако затем, после признания SEC двух новых компаний в этой сфере, ее положение пошатнулось. Этими двумя новыми компаниями были «Duff & Phelps*» из Чикаго, появившаяся в 1982 г., и «McCarthy Crisanti & Maffei, Inc.» из Нью-Йорка, признанная комиссией в 1984 г. В 1991 г. последняя была поглощена компанией «Duff & Phelps*».

Комиссия по ценным бумагам и биржам признает в качестве общенациональных компаний по рейтингу облигаций только эти указанные выше че-

³ Richard A. Brealey, *Лл Introduction to Risk and Return from Common Stocks (2d ed., Cambridge, MA: The MIT Press, 1983)*, Chap. 3. Указанная в конце этой главы библиография дает читателю возможность познакомиться с другими публикациями, посвященными данной тематике.

тыре фирмы, однако среди частных инвесторов в последнее время стали пользоваться популярностью некоторые другие агентства по присвоению рейтинга ценным бумагам, и особенно акциям. Хорошим примером таких новых фирм является «Value Line Investment Survey».

С самого начала инвесторы восприняли рейтинги ценных бумаг с большим энтузиазмом, однако их появление вызвало крайне негативную реакцию со стороны многих корпораций и инвестиционных банков, которые были недовольны присвоением низких рейтингов некоторым из их бумаг, что повлекло за собой снижение их цены. Вопрос рейтингов по вполне понятным причинам взволновал корпорации, особенно те, которые получили низкий рейтинг. Аналогичное противодействие в свое время встречали и рейтинги надежности коммерческих кредитов.

Использование рейтингов

Многие институциональные и частные инвесторы находят систему рейтингов полезной. Банки, особенно мелкие, учитывают рейтинг ценных бумаг при формировании своих портфелей инвестиций; крупные банки также обращаются к этим рейтингам, проверяя правильность результатов собственных исследований. Брокеры обычно изучают рейтинги в процессе принятия инвестиционных решений, а также информируют о них своих клиентов. Страховые компании, даже несмотря на то, что их собственные сотрудники занимаются инвестиционным анализом, принимают рейтинги во внимание, когда покупают облигации. Рейтинги считаются весьма важной для управления портфелями инвестиций информацией среди трастовых компаний, трастовых фондов, инвестиционных компаний и благотворительных организаций. Хотя не слишком много частных инвесторов имеет возможность покупать справочники рейтингов из-за их очень высокой цены (это могут позволить себе лишь относительно крупные инвесторы), огромное число людей постоянно знакомится с ними в банках, библиотеках и соответствующим образом использует полученную информацию. Кроме того, сведения о рейтингах всегда можно получить в брокерских фирмах.

Рейтинги даже получили общественное признание со стороны федеральных и местных органов по регулированию банковской деятельности, которые активно пользуются ими при оценке портфелей инвестиций банков. Несколько лет назад Валютный контролер издал распоряжение, согласно которому банкам запрещается покупать и держать облигации с рейтингом ниже Ваа или его эквивалента; для покупки ценных бумаг с более низким рейтингом требуется получение письменного разрешения. Позднее распоряжение было отменено, однако рейтинги облигаций по-прежнему имеют большое значение в управлении банковскими портфелями инвестиций. Облигации с рейтингом Ваа и выше по системе «Moody's» или ВВВ и выше по системе «Standard & Poor's» называются облигациями *инвестиционного уровня (investment grade)*, тогда как все облигации с более низким рейтингом обычно называют «мусорными» (*junk bonds*).

Комиссия по ценным бумагам и биржам пользуется облигационными рейтингами признанных ею агентств для оценки облигационных активов зарегистрированных брокеров и дилеров.

Информация, на основе которой присваиваются рейтинги

Компании по присвоению рейтингов обычно пользуются уже описанными нами выше источниками информации и, в частности, такими официальными и первичными источниками, как годовые и квартальные отчеты компаний и сведения, передаваемые в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Основной упор, однако, делается на финансовую отчетность; рейтинговые фирмы, конечно, не раскрывают своих способов получения и использования информации, предпочитая ограничиваться туманными заявлениями о том, что в своей работе они учитывают информацию, полученную из «всех источников».

Рейтинговые символы

Все рейтинговые компании пользуются почти одинаковыми символами; каждый символ обозначает приблизительно то же самое, что и инвестиционный рейтинг. Все символы представлены нами в табл. 25-1.

Таблица 25-1. Рейтинги облигаций пяти статистических агентств

Moody's*	Standard & Poor's*	«Fitch»	«Duff & Phelps»*	Интерпретация
Aaa	AAA	AAA	AAA	Высший уровень
Aa1	AA+	AA+	AA+	Высокий уровень
Aa2	AA	AA	AA	
Aa3	AA-	AA-	AA-	
A1	A+	A+	A+	Уровень выше среднего; инвестиции надежны
A2	A	A	A	
A3	A-	A-	A-	
Baa1	BBB+	BBB+	BBB+	Средний уровень; некоторая неопределенность
Baa2	BBB	BBB	BBB	
Baa3	BBB-	BBB-	BBB-	
Ba1	BB+	BB+	BB+	Посредственный уровень; высокая неопределенность
Ba2	BB	BB	BB	
Ba3	BB-	BB-	BB-	
B1	B+	B+	B+	Спекулятивные
B2	B	B	B	
B3	B-	B-	B-	
Сaa	CCC+	CCC+	CCC	Спекулятивные; высокий риск невыполнения обязательств
Ca	CCC	CCC		
C	CCC-	CCC-		
	CC	CC+		Спекулятивные; очень вероятно невыполнение обязательств
	C	CC		
		CC-		
		C+		Спекулятивные; очень вероятно невыполнение обязательств
		C		
	D	DDD	OD	Просрочены; очевидной стоимости не имеют
		DD		
		D		

В отношении облигаций группы А рейтинговые компании единодушны; под каждым субрейтингом они понимают одно и то же. Это облигации высшего инвестиционного уровня; они характеризуются максимальной надежностью как с точки зрения вложенного капитала, так и в смысле дохода. Надежность этих облигаций обеспечивается достаточно крупными активами эмитента; кроме того, маржа прибыли эмитента достаточно велика для того, чтобы обеспечить своевременную выплату процентов; изменения в экономике мало отражаются на ценных бумагах этой группы. К этой группе относят «золотообрезные» облигации проверенных временем компаний; доходность этих облигаций невысока. На курсе этих облигаций в большей мере отражаются изменения в процентных ставках, нежели циклические изменения в экономике.

Облигации группы В могут быть названы «инвестициями деловых людей». Эти облигации привлекают внимание тех, кто уже имеет опыт покупки ценных бумаг, т.е. людей, готовых взять на себя некоторый дополнительный риск в обмен на более высокую доходность по сравнению с облигациями группы А. Для этих облигаций характерна некоторая неопределенность в отношении процентных платежей, основного долга и стабильности курса; их стоимость подвержена серьезным колебаниям в зависимости от экономической ситуации. В связи с тем что эти облигации отличаются большей или меньшей неопределенностью, инвестору надо с большой осторожностью относиться к их покупке, тщательно выбирать выпуски и активно управлять состоящим из них портфелем.

Группы С и D требуется рассматривать вместе, поскольку в системе «Moody's» группа D отсутствует. В целом эти две группы объединяют откровенно спекулятивные выпуски, облигации с очень высокой степенью неопределенности в отношении процентного дохода и основной суммы долга и полностью обесценившиеся облигации. Покупка облигаций этих двух последних групп является в лучшем случае азартной игрой; обычно эти облигации уже просрочены; возможность «подняться» остается только у наиболее многообещающих выпусков. Облигации групп С и D ни в коем случае нельзя рассматривать как безопасное помещение капитала.

Рейтинг облигаций

Процедура определения рейтинга облигаций выглядит более научнообразно, нежели присвоение рейтинга акциям. Обычно учитывается несколько основополагающих факторов, важнейшими из которых являются способность эмитента зарабатывать прибыль, стоимость его активов, гарантия дохода и стабильность дохода. Кроме того, известную роль играют некоторые нематериальные факторы, такие, как качество управления и перспективы компании.

Рейтинги облигаций компании «Moody's»

В настоящее время компания «Moody's Investors Service*» присваивает рейтинги более 5000 выпусков облигаций корпораций и освобожденных от налого-

обложения ценных бумаг. Рейтинги представляют собой долгосрочные оценки, показывающие надежность облигаций в низшей точке экономического цикла, и не меняются в зависимости от изменений экономической ситуации. Рейтинги подлежат корректировке только в тех случаях, когда изменяются фундаментальные факторы, определившие тот или иной рейтинг, например, когда коренным образом улучшается или ухудшается положение заемщика в сравнении с другими компаниями отрасли или его общая сумма долга существенно уменьшается или возрастает.

Рейтинговая организация обычным путем проводит анализ отчетов о прибылях и убытках, а также балансов заемщиков, однако не устанавливает каких-либо стандартов оценки. Рейтинги не являются оценками, полученными чисто механическим способом, так как статистическая служба уверена, что рассчитанные по стандартным формулам оценки не могут быть правильными.

Помимо обычного статистического анализа, «Moody's» учитывает факторы нестатистического характера, в частности, долгосрочные отраслевые тенденции. Тщательно изучается финансовая практика и политика эмитента облигаций, например, дивидендная политика сопоставляется с финансовыми потребностями корпорации. Еще одним нестатистическим фактором является амплитуда циклических колебаний в отрасли эмитента. Принимаются во внимание «неосязаемые» активы (франшизы, лицензии и патенты), а также положения договора между эмитентом облигаций и их держателями, регулирующие досрочное погашение ценных бумаг, формирование фонда погашения, право эмитента на дополнительные выпуски долговых обязательств, обслуживание и погашение долга в случае поглощения эмитента, задолженность филиалов и право эмитента на продажу и сдачу в аренду принадлежащего ему имущества.

«Moody's» особенно подчеркивает тот факт, что у нее нет единой формулы для определения рейтинга облигаций и что суждения ее специалистов играют важнейшую роль в присвоении облигациям той или иной оценки.

Рейтинги облигаций компании ^Standard & Poor's*

Эта организация устанавливает свои рейтинги на основе статистической обработки информации и с учетом экономических и рыночных тенденций. Курсы облигаций не играют сколько-нибудь значимой роли в определении рейтинга, однако их не упускают из виду, так как они подсказывают, когда требуется провести новое полное исследование данного выпуска.

В своей работе по присвоению облигациям рейтингов надежности и инвестиционного качества организация использует всю доступную информацию о заемщике и отрасли, в которой он оперирует. Естественно, при определении рейтингов облигаций промышленных компаний, корпораций коммунального сектора и железных дорог содержание анализируемой информации различно. Ниже мы проиллюстрируем, как устанавливаются рейтинги облигаций промышленных компаний.

В ходе определения рейтинга облигаций промышленных заемщиков оцениваются пять основных факторов. Прежде всего, изучаются доходы эмитента. Специалисты рейтинговой организации оценивают краткосрочные и дол-

госрочные перспективы прибыльности компании; ее текущие доходы; доходы прошлых периодов; репутацию производимой компанией продукции и положение компании в отрасли; характер отрасли; качество управления компанией по таким признакам, как репутация компании, статистика ее доходов, тенденция в области сбыта, коэффициенты издержек* эффективность, амортизационная практика и дивидендная политика.

Другими анализируемыми факторами являются обеспеченность облигаций основным капиталом, чистыми ликвидными (оборотными) активами, только наличными средствами и достаточность собственного оборотного капитала.

Рейтинги облигаций компании «Fitch»

Набор учитываемых при определении рейтинга облигаций факторов в компании «Fitch» такой же, как и у двух рассмотренных выше компаний. Кроме тщательного анализа отчетов о прибылях и убытках, а также балансов организация принимает во внимание все факторы, способные немедленно или в более отдаленной перспективе повлиять на положение заемщика. При изучении текущего положения компании особое внимание обращается на величину чистого оборотного капитала, «плавающий» долг (постоянно рефинансируемый краткосрочный долг) и приближение сроков погашения оформленного в облигации долга. Кроме того, эксперты детально изучают характер отрасли, в которой действует заемщик, и положение заемщика в ней. Большое значение придается правовому оформлению долга, например, степени «преимуществоности» облигаций перед другими долгами, обеспеченности или необеспеченности облигаций ценными бумагами, находящимися в банке или у попечителя. На окончательном рейтинге также отражаются гарантии, условия досрочного погашения и положения, регулирующие формирование и использование фонда погашения.

Помимо всего прочего, «Fitch» оценивает перспективы быстрого погашения облигационного выпуска при наступлении срока, возможности рефинансирования долга, связи эмитента с банками и его финансовые планы на будущее. Для этой компании характерен анализ многочисленных относительных показателей, таких, как соотношение заемного и собственного капитала и отношение текущих (оборотных) активов к текущим пассивам. Если речь идет об облигациях промышленных компаний, с большим вниманием изучаются отношение объема продаж к объему товарных запасов, коэффициент издержек, амортизационные отчисления и сумма накопленной амортизации относительно всего инвестированного капитала, обычная маржа прибыли, обычное отношение прибыли к стоимости имущества и отношение рыночной цены акции компании к ее чистой прибыли в расчете на одну акцию. Хотя важную роль в определении рейтинга играют статистические методы анализа, эта компания также придает большое значение нестатистическим факторам.

Рейтинги облигаций компании «Duff & Phelps»*

Хотя компания «Duff & Phelps» была признана Комиссией по ценным бумагам и биржам только в 1982 г., она начала присваивать облигациям рейтинги

еще в 40-х годах. Ее рейтинги похожи на рейтинги «Moody's» и «Standard & Poor's», однако в то время, как два ее крупнейших конкурента оценивают выпуски свыше 2000 компаний каждый, «Duff & Phelps» охватывает облигации только 1287 компаний, являющихся крупнейшими эмитентами этих ценных бумаг. Две ведущие рейтинговые фирмы ограничиваются взиманием платы с компаний-эмитентов за присвоение их ценным бумагам рейтинга, а «Duff & Phelps» берет плату как с эмитентов, так и с инвесторов, интересующихся рейтингами.

Фирма выделяется еще несколькими необычными чертами. Например, ее внутренние правила разрешают персоналу эмитентов напрямую встречаться с членами комитета по присвоению рейтингов. Ее система рейтинговых оценок одна из самых детализированных. Фирма регулярно проводит общие семинары, во время которых консультирует инвесторов, и даже располагает собственной консультационной службой по вопросам инвестирования.

Рейтинги акций

Формальные рейтинговые символы присваиваются акциям лишь небольшим числом рейтинговых компаний, среди которых доминируют «Standard & Poor's Corporation» и «Value Line Investment Survey».

Многие убеждены, что рейтинговые оценки акций являются неудовлетворительными, поскольку акции обладают не всеми характеристиками, которые ассоциируются с надежными инвестициями. Акции неустойчивы в цене; доход по акциям не гарантирован; а их стоимость с точки зрения обеспеченности активами часто не играет большой роли. Размер дивидендов не является фиксированным, поэтому невозможно оценить, насколько чистая прибыль корпорации покрывает общую сумму дивидендных платежей, тогда как это — один из основных факторов, определяющих надежность облигаций. Обычно в форме дивидендов по обыкновенным акциям распределяется остаток прибыли компании после всех других платежей; по этой причине дивидендные доходы всегда проблематичны. Таким образом, акции гораздо меньше приспособлены к рейтинговым системам, чем облигации. До сих пор остаются серьезные сомнения в том, что при выборе объектов инвестирования рейтинг акций имеет такое же значение, как и рейтинг облигаций.

Компания «Standard & Poor's» честно признается, что в отличие от ее системы определения рейтинга облигаций рейтинги акций определяются по формуле, полное описание которой приводится в выпускаемом компанией руководстве «Stock Guide». Формула позволяет оценить инвестиционное качество обыкновенных и привилегированных акций только на основе двух факторов — прибыли корпорации и размеров дивидендов.

При определении рейтинга акций «Standard & Poor's» отказалась от обычных критериев, применяемых при оценке качества облигаций, таких, как финансовое положение эмитента, структура капитала, наличные резервы, стоимость активов, амортизационная политика и маржа прибыли. Сотрудники фирмы убеждены, что при оценке качества акций невозможно привести эти многочисленные элементы к единому знаменателю, и считают, что все элементы, обуславливающие высокое или низкое инвестиционное качество

акций, в конечном счете находят свое отражение в показателях чистой прибыли компании в расчете на одну акцию и в размере дивидендов.

Прибыль корпорации обычно учитывается за последние восемь лет. Ключевым фактором считается стабильность прибыли. При определении рейтинга чаще всего за каждый год, когда прибыль компании в расчете на одну акцию была такой же или больше, чем в прошлом году, прибавляется один балл и, напротив, если прибыль в расчете на одну акцию по сравнению с прошлым годом сократилась, один балл отнимается. Средний за восемь лет балл принимается за основной индекс прибыли. Этот индекс стабильности затем умножается на индекс роста, который определяется извлечением квадратного корня из разницы (в процентном выражении) между прибылью компании в базовые 1946—1949 гг. и ее прибылью за последние три года. Кроме того, развитие компании сравнивается с развитием экономики в целом, в результате чего удается выяснить, насколько сильно компания подвержена циклическим колебаниям.

Вторым слагаемым формулы является дивидендная стабильность. Она определяется на основе размеров дивидендов за последние 20 лет, причем вес показателей дивидендов по мере приближения к настоящему времени увеличивается. Полученный результат, так же как и показатель стабильности прибыли, умножается на фактор роста.

В конечном счете два этих фактора — прибыль и дивиденды — воплощаются в единый числовой рейтинг акций. После этого все оцененные таким образом акции разбиваются на семь групп, первая из которых соответствует высшему инвестиционному качеству, а последняя — низшему: А+ (акции высшего инвестиционного уровня), А (акции хорошего инвестиционного уровня), А- (акции инвестиционного уровня выше среднего), В+ (акции среднего инвестиционного уровня), В (акции инвестиционного уровня ниже среднего), В- (акции низкого инвестиционного уровня), С (акции самого низкого инвестиционного уровня).

Рейтинги не могут рассматриваться как рекомендации покупать или продавать акции и не показывают, завышен или занижен курс данных акций. Они не предназначены для того, чтобы заменить собой анализ рынка. Некоторым высокоспекулятивным акциям, которые подвержены сильному влиянию со стороны необычных факторов, таких, как число контрактов в авиапромышленности, рейтинг не присваивается.

Значение рейтингов

За долгие годы использования в своей деятельности рейтингов, особенно облигационных, институциональные и частные инвесторы уверовали в их значительную практическую ценность. Даже те организации, которые располагают собственным штатом аналитиков, прибегают к сопоставлениям полученных ими результатов с данными рейтинговых компаний. С рейтингом той или иной ценной бумаги может легко ознакомиться Любая инвестор; если к ним относиться достаточно осторожно, то они являются ценным источником информации, дополняющим другие источники.

Недостатки рейтингов

Некоторые недостатки рейтингов очевидны. Определяемые в большинстве своем на основе субъективного суждения, особенно в том, что касается оценки будущего, они всегда должны рассматриваться как вероятные, но не абсолютные. Тот факт, что рейтинги часто пересматриваются, лишь подтверждает их ограниченный характер. Рейтинги нельзя расценивать как рекомендации покупать те или иные ценные бумаги, поскольку при их определении не учитываются курсы. Покупка облигации из рейтинговой группы А, в зависимости от ее конкретного курса, может оказаться выгодной или, напротив, невыгодной. Кроме того, рейтинги присваиваются ценным бумагам многих эмитентов, поэтому возникают серьезные сомнения в том, что рейтинговые компании в состоянии при оценке каждой отдельной ценной бумаги проанализировать какие-либо иные факторы, кроме основных. Именно по этой причине мы настоятельно рекомендуем инвесторам тщательно изучить первичные источники информации, прежде чем совершать покупку. В связи с тем что рейтинги определяются на основе статистических данных, все они, по сути дела, оценивают прошлое положение эмитента, и, следовательно, их ценность автоматически падает. Известна масса примеров того, как самые крупные и мощные компании быстро теряли свои позиции в результате кардинальных изменений в экономике. Достаточно вспомнить железнодорожные и городские транспортные компании. С другой стороны, многие ныне самые перспективные отрасли имеют весьма неопределенное происхождение. Наконец, огромную роль во всех компаниях, и прежде всего в промышленных, играет менеджмент; фактор менеджмента часто оказывается важнее величины активов компании и даже ее прошлых прибылей. Однако оценка этого фактора без предварительного и глубокого изучения первичных и разнообразных источников информации чаще всего представляет собой не более, чем предположение.

ГЛОССАРИЙ

Accretion (наращивание, прирост, увеличение): Прибавление к основной сумме или первоначальной цене долгового инструмента, происходящее с течением времени и отражающее добавленную процентами стоимость. Термин чаще всего употребляется в отношении краткосрочных ценных бумаг и облигаций с нулевым купоном.

Activity Letter («уведомление об активности»): Сообщение, отправляемое брокерскими компаниями своим клиентам, счета которых отличаются особой активностью. «Уведомление об активности» гарантирует брокерской фирме, что клиент знает о частых операциях по его счету, крупных приказах или значительных комиссионных и согласен с этим. Целью таких посланий является предотвращение возможных жалоб и претензий, поэтому циники иногда называют их «предвестниками счастья». Вместе с тем наиболее циничные люди нередко называют их «уведомлениями о самоубийстве».

Adjustment Bonds (облигации урегулирования): См.: Income Bonds (доходные облигации).

ADR (АДР): См.: American Depository Receipt (свободнообращающаяся расписка на иностранные акции, депонированная в банке США); Automatic Dividend Reinvestment (автоматическое реинвестирование дивидендов).

Advance-Decline Theory (Line) (теория роста-падения): Теория, утверждающая, что сопоставление числа акций, цены которых в течение определенного периода выросли, с числом акций, цены которых за тот же период упали, имеет большое прогнозное значение.

Aftermarket («после рынка»): Вторичный рынок ионной бумаги, возникший после завершения первичного публичного размещения.

Allied Member (ассоциированный член): Партнеры или акционеры с правом голоса фирм или корпораций — членов биржи, которые сами не являются членами той или иной фондовой биржи США; если речь идет о публичных корпорациях—членах биржи, ассоциированным членом обычно является главный исполнительный руководитель, уполномоченный корпорацией.

All-or-None Offering (новый выпуск «все или ничего»): Новый выпуск ценных бумаг, который аннулируется, если выступающий гарантом инвестиционный банк не сможет полностью разместить его.

All-or-None Order (приказ «все или ничего»): Приказ клиента брокеру, который должен быть сразу исполнен в полной сумме.

American Depository Receipt (ADR) (свободнообращающаяся расписка на иностранные акции, депонированная в банке США): Расписка, представляющая акции корпорации, зарегистрированной за пределами США. Операции с ADR производятся вместо операций с самими ценными бумагами, которые обычно хранятся в банке или у попечителя. Как правило, ADR выпускаются зарубежным филиалом американского банка. Крупными эмитентами ADR выступают «Morgan Guarantee Trust» и «Bank of New York».

American Option (американский опцион): Опцион «пут» или «колл», который может быть исполнен в любое время до окончания срока его действия. Все обращающиеся на бир-

жах опционы, включая и те, что продаются и покупаются на европейских биржах, относятся именно к этому типу. **См.:** European Option (европейский опцион).

Ашех: Американская фондовая биржа.

Arbitrage (арбитраж): Одновременная или почти одновременная покупка и продажа одних и тех же или эквивалентных ценных бумаг, совершаемая частными лицами или фирмами в попытке реализовать прибыль в виде разницы цен. Арбитраж может проводиться на одном или на разных рынках; может быть связан и не связан с риском; обычно арбитражные операции проводятся с использованием опционов или конвертируемых ценных бумаг.

Arrearage (невыплаченные дивиденды по кумулятивным акциям): Накопление необъявленных или невыплаченных дивидендов, которые должны быть выплачены держателям кумулятивных привилегированных акций до того, как будут выплачены какие-либо дивиденды по обыкновенным акциям. Термин употребляется также в отношении невыплаченных процентов по некоторым доходным облигациям.

Asset-Backed Securities (ценные бумаги, обеспеченные активами): Различные ценные бумаги, как правило, краткосрочные или среднесрочные, которые обеспечиваются финансовыми активами эмитента. Примерами таких ценных бумаг являются облигации, обеспеченные пулом ипотек, сертификаты, выпущенные на основе пула кредитов на покупку автомобилей, и сертификаты для амортизации возобновляемого долга. Два последних вида ценных бумаг обеспечиваются кредитами на покупку автомобилей и дебиторской задолженностью по кредитным карточкам, соответственно.

Asset Management Account (счет управления активами): Счет, сочетающий банковские услуги (выписка чеков, обслуживание кредитных карточек) с возможностью совершать сделки с ценными бумагами. Клиент периодически получает выписку со счета с перечислением всех транзакций. Различные брокерские фирмы придумали собственные названия для таких счетов.

At-the-Money («при деньгах»): Цена исполнения опциона и курс лежащей в его основе ценной бумаги совпадают.

Authorized Stock (уставный акционерный капитал): Максимальное число акций, которое корпорация имеет право выпустить в соответствии со своим уставом.

Automatic Dividend Reinvestment (автоматическое реинвестирование дивидендов): Схема, по которой акционеры или владельцы паев во взаимных фондах автоматически реинвестируют свои дивиденды в покупку дополнительных акций корпорации—плательщика дивидендов.

Average (средний показатель; средняя): (1) Индикатор фондового рынка, показывающий средний курс ряда акций на данном рынке. Средний показатель курса может рассчитываться для нескольких выбранных акций либо для всех акций. Делитель иногда корректируется на изменения в капитализации, как, например, это делается в компании «Dow Jones». **См.:** Index (индекс). (2) Метод участия на фондовом рынке, который предполагает покупку дополнительного числа акций по мере того, как цена этих акций движется в благоприятном или неблагоприятном направлении. В первом случае говорят об «усреднении в соответствии с рынком», во втором — об «усреднении вопреки рынку» или об «усреднении вверх» и «усреднении вниз».

Back-End Load («нагрузка при возврате»): Уменьшающаяся условно-отсроченная комиссия, взимаемая некоторыми фондами при реализации пайщиками своих паев. Обычно такая комиссия взимается теми фондами, которые не берут комиссии вообще или берут очень незначительную комиссию, продавая инвесторам паи.

Back Office («бэкоффис» — задняя контора): Операционный отдел брокерской фирмы (или банка). Занимается наличными и маржинальными расчетами по ценным бумагам, бухгалтерским учетом и отчетностью, оформлением различных операций.

Basis Point (базисный пункт): Термин употребляется преимущественно в отношении дохода по облигациям; 100 базисных пунктов равны одному процентному пункту. **См.:** Point (пункт).

Bear («медведь»): Инвестор, который уверен в том, что рыночные цены будут падать. Рынок «медведей» — это рынок, на котором цены падают. «Медвежий» спредом на фьючерсных контрактах или ценных бумагах называют спред, приносящий прибыль при снижении цен. См.: Bull («бык»).

Bear Spread («медвежий» спред): Комбинация из двух или более позиций, как правило, на фьючерсном или опционном рынке, которая должна оказаться прибыльной, если цены упадут.

Bearer Bond (облигация на предъявителя): Облигация, собственность на которую не регистрируется трансфертным агентом. Основная сумма долга при погашении выплачивается предъявителю, а проценты платятся предъявителям купонов, которые отделяются от самой облигации. С июля 1983 г. новые облигации на предъявителя в США выпускать запрещено, хотя уже выпущенные муниципальные и государственные облигации такого рода на сумму многих миллиардов долларов будут оставаться в обращении вплоть до двадцать первого столетия. Еврооблигации по-прежнему выпускаются преимущественно в предъявительской форме.

Best Efforts Offering (выпуск «на лучших условиях»): Продажа ценных бумаг инвестиционными банками, выступающими при этом в роли брокеров, а не дилеров. Результаты размещения выпуска не гарантируются, хотя такие выпуски часто относятся к категории «все или ничего», т.е. аннулируются, если не все акции будут распроданы.

Beta Coefficient (коэффициент «бета»): Показатель неустойчивости курса акций относительно общей тенденции движения цен на рынке. Коэффициент «бета» рынка в целом или средней акции равен единице. В большинстве случаев «бета» конкретных акций колеблется в пределах от 0,5 до 1,5.

Big Board («большое табло»): Нью-Йоркская фондовая биржа.

Black Sholes Model (модель Блэка—Шоулза): Модель оценки стоимости опционов на основе цены и степени неустойчивости соответствующего фондового инструмента, цены исполнения, процентной ставки и времени, остающегося до окончания срока действия опциона.

Block Positioning (открытие позиции на крупные партии ценных бумаг): Временное «делание рынка» по котируемым выпускам фирмами—членами биржи, не являющимися специалистами по данным выпускам. Эти фирмы рискуют собственным капиталом ради упрощения исполнения приказов клиентов на крупные партии ценных бумаг.

Blue Chip («голубая фишка»): Акции, выпущенные хорошо известной компанией, отличающейся стабильностью в получении прибыли и выплате дивидендов.

Blue Sky («голубое небо»): Регулирующие фондовый рынок законы отдельных штатов, в частности, законы, принятые в отношении новых выпусков ценных бумаг. Получение разрешения Департамента ценных бумаг штата на новый выпуск часто называют «запуском в голубое небо». Сами законы называются «законами голубого неба». Эти законы, как правило, требуют, чтобы собирающиеся работать на территории штата брокеры-дилеры, представители и инвестиционные консультанты предварительно прошли регистрацию.

Boiler Room («котельная»): Брокерская фирма, которая в целях продажи своих фондовых продуктов прибегает к сильному давлению на клиентов, обычно по телефону. «Котельная» часто ассоциируется с высокой комиссией и незаконным представительством.

Bond (облигация): Долгосрочный простой вексель, представляющий долг корпорации. Облигации могут быть именными и на предъявителя, иметь или не иметь купоны. Проценты по облигациям американских эмитентов обычно выплачиваются раз в полгода. Номинальная стоимость облигаций, как правило, равна 1000 дол., однако может быть больше или меньше. См.: Debenture (необеспеченное долговое обязательство).

Breadth Index (индекс «ширины рынка»): Число обращающихся на данном рынке ценных бумаг, курсы которых поднялись или упали в течение данного дня, разделенное на общее число продаваемых в этот день выпусков. В делителе учитываются и те акции, курс которых в данный день остался неизменным. Индекс используется специалистами по техническому анализу рынка.

Breakpoint («точка перехода»): Владение паями во взаимном фонде на определенную сумму в долларах, которая дает право на более низкий уровень комиссии. Продажа представителем взаимного фонда паев на сумму, лишь немного недотягивающую до «точки перехода», расценивается как нечестная практика.

Broker's Loan (брокерская ссуда): См.: Call Loan (ссуда до востребования).

Bucket Shop (брокерская фирма-«черпалка»): Фирма, которая исполняет клиентские приказы с опозданием или не исполняет их вообще. Таким образом, фирма фактически пытается нажиться за счет клиента. Подобная практика называется «черпанием» и в настоящее время запрещена.

Bull («бык»): Участник рынка, уверенный в росте рыночных цен. Рынок «быков» — это рынок, на котором цены повышаются. Спредом «быков» на товарном и фондовом рынках называют спред, который оказывается прибыльным при повышении цен. См.: Bear («медведь»).

Bull Spread (спред «быков»): Комбинация из двух или более позиций, как правило, на фьючерсном или опционном рынке, которая оказывается прибыльной при повышении уровня цен.

Bund Abbreviation of Bundesanleihen («бунд»): Прямое обязательство немецкого правительства. Аналогично казначейским обязательствам США.

Buying Power (покупательная способность): Выраженная в долларах стоимость дополнительных ценных бумаг, которые можно купить «на марже» без депонирования дополнительных сумм. Покупательная способность варьируется в зависимости от покупаемых конкретных ценных бумаг, залоговая ценность (способность выступить обеспечением кредита на ту или иную сумму) которых различна.

SAC 40: «Непрерывные котировки»: Взвешенный по капитализации фондовый индекс курсов акций 40 наиболее активно продаваемых и покупаемых выпусков на Парижской бирже. Торговля варрантами на эти акции ведется на Американской фондовой бирже.

Calendar Spread (календарный спред): Одновременная покупка и продажа опционов одного типа и с одинаковыми ценами исполнения, но с различными сроками. Срок проданного опциона истекает раньше срока купленного опциона. Термин является синонимом термина «горизонтальный спред».

Call («колл»; отзыв, досрочное погашение): (1) Опцион, дающий право на покупку определенного числа акций по фиксированной цене в определенный момент или в течение определенного времени. (2) Отзыв из обращения привилегированных акций или досрочное погашение облигаций.

Call Loan (ссуда до востребования): Ссуда, выдаваемая коммерческим банком брокеру или специалисту под залог ценных бумаг. Большинство таких ссуд подлежит погашению в течение 24 часов с момента получения требования о возврате, поэтому их часто называют «деньгами до востребования». Эти ссуды не следует путать с ссудами, предоставляемыми брокерами своим клиентам.

Campaign Trade («торговая кампания»): Общие и подробные рекомендации, получаемые клиентами брокерской фирмы от одного или небольшой группы зарегистрированных представителей. Такие рекомендации могут служить для менеджмента фирмы опасным признаком подготовки ненадлежащей продажи ценных бумаг или попыток манипулирования курсом ценной бумаги.

Capital Markets (рынки капитала): Финансовый рынок, на котором обращаются акции и долгосрочные долговые инструменты. См.: Money Market (денежный рынок).

Cats («кошки»): Сокращенное название накопительных сертификатов на казначейские ценные бумаги, представляющих собой разновидность облигаций с нулевым купоном и выпускаемых компанией «Salomon Brothers, Inc.». Эти ценные бумаги котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже.

СВОЕ: См.: Chicago Board Options Exchange (Чикагская опционная биржа).

Certificates of Deposit (CDs) (деPOSITные сертификаты): Свободнообращающиеся ценные бумаги, выпускаемые коммерческими банками и сберегательными институтами и

представляющие собой свидетельство срочного депозита. Обычно сертификаты выпускаются с номинальной стоимостью не менее 100 тыс. дол. и с фиксированной или «плавающей» процентной ставкой. Сертификаты могут храниться до наступления срока погашения или продаваться и покупаться на вторичном рынке.

Chicago Board Option Exchange (Чикагская опционная биржа): Первая биржа, на которой ведется торговля исключительно обращающимися на биржах опционами. Биржа была организована Чикагской товарной биржей, которая воплотила в опционной торговле многие принципы торговли биржевыми товарами. По объему торговли занимает первое место в мире среди опционных бирж.

Churning («взбалтывание», «взбивание», «снятие сливок»): Чрезмерные операции с фьючерсами или ценными бумагами, проводимые лицом, контролирующим счет другого лица в брокерской фирме и получающим выгоду от этих операций в виде комиссии. Контроль над счетом может быть формальным, т.е. оформленным доверенностью, или фактическим, когда клиент полагается на опыт и порядочность «любителя снимать сливки».

Circuit Breaker (автоматический прерыватель): Меры, направленные на немедленное временное прекращение торговли на рынках фьючерсов и ценных бумаг в случае чрезвычайно больших колебаний цен.

Class (класс, тип): Все опционы «колл» или все опционы «пут» на одну и ту же ценную бумагу. Все опционы «колл» образуют один класс, а все опционы «пут» — другой класс.

Clearance (урегулирование): (1) Сравнение деталей сделки перед тем, как произвести расчет по ней. (2) Фактическая поставка ценных бумаг или перевод средств при расчете по сделке.

Collateral Trust Bonds (обеспеченные облигации): Облигации, обеспеченные другими ценными бумагами, принадлежащими корпорации, продающей облигации. Обеспечением выступают обычно акции или облигации, хранящиеся на условиях траста у попечителя.

Combination (комбинация): Позиция на рынке, возникающая в результате покупки или продажи опционов «пут» и «колл», имеющих различные цены исполнения и/или сроки. См.: Straddle («стрэддл»).

Commercial Paper («коммерческая бумага»): Необеспеченные простые векселя, выпускаемые корпорациями, финансовыми компаниями, банковскими холдинговыми компаниями и различными иными финансовыми институтами. Обычно они продаются с дисконтом (так как процентная ставка по ним не фиксируется) и имеют номинал, кратный 250 тыс. дол. Вторичный рынок таких бумаг в целом не ликвиден. В ряде крупных городов США, например в Филадельфии, выпускаются муниципальные коммерческие бумаги, которые освобождены от налогообложения.

Common Stock (обыкновенные акции): Ценные бумаги, свидетельствующие об участии в капитале эмитента, которые дают право на получение оставшихся после других выплат активов и прибылей корпорации. Дивиденды по обыкновенным акциям, как правило, выплачиваются только после выплаты дивидендов по привилегированным акциям. Обычно являются голосующими по принципу «одна акция — один голос». Держатели обыкновенных акций имеют право избирать директоров, принимать решения о новых выпусках акций и одобрять или не одобрять предполагаемые значительные изменения в структуре, стратегии, управлении и др. корпорации.

Confirm (подтверждение): Подтверждающий сделку документ, который направляется клиенту и содержит описание деталей сделки покупки или продажи. Как правило, в нем дается описание произведенной операции с указанием даты, цены покупки или продажи, размера комиссионных и суммы, причитающейся клиенту или с клиента.

Consolidated Tape (консолидированная система информации о курсах акций): Система информирования о сделках на различных фондовых биржах с указанием цены, объема (числа ценных бумаг) и места совершения (биржи) каждой сделки. Посети А передаются преимущественно сообщения о сделках с котируемыми на Нью-Йоркской фондовой бирже акциями, а по сети Б — о сделках с котируемыми на Американской фондовой бирже акциями. По обеим сетям распространяется также информация о сделках с

котируемые на этих биржах акциями, совершенными на других биржах или на внебиржевом рынке.

Constant Dollar Plan (схема инвестирования фиксированной суммы в долларах): Формализованная инвестиционная схема, по которой инвестор распределяет свои вложения между различными ценными бумагами и поддерживает неизменную стоимость своего инвестиционного портфеля, покупая или продавая ценные бумаги при значительных изменениях уровня рыночных цен.

Constant Ratio Plan (инвестиционная схема поддержания постоянного соотношения): Формализованная инвестиционная схема, по которой инвестор поддерживает неизменное соотношение между стоимостью акций и облигаций в своем инвестиционном портфеле, покупая или продавая соответствующие ценные бумаги, если в результате изменения рыночных цен соотношение между ними существенно меняется.

Contractual Plan (контрактная инвестиционная программа): Программа периодических фиксированных по сумме инвестиций в акции взаимного фонда. Такая программа обычно рассчитана на 10—15 лет и может предполагать авансовую уплату значительной суммы комиссии.

Conventional Option (обычный опцион): Опцион, который продается и покупается через опционного дилера, а не на фондовой бирже; термин уже значительно устарел, хотя сами не обращающиеся на биржах опционы вполне обычны, особенно на рынке долговых ценных бумаг.

Conversion (конверсия): (1) Условие выпуска облигации или привилегированной акции, дающее право конвертировать их в другую ценную бумагу, чаще всего в обыкновенную акцию, по желанию владельца. Конверсия может быть вынужденной, когда эмитент конвертируемых ценных бумаг объявляет об их досрочном погашении или отзыве из обращения. (2) Метод арбитража, следуя которому участник рынка одновременно покупает 100 штук акций, продает один опцион «колл» на них и покупает опцион «пут» на них же, в результате чего ограждает себя от риска и обеспечивает себе прибыль, благодаря разнице в суммах премий на опционы.

Conversion Parity (конверсионный паритет): Конверсионным паритетом для акций, в которые конвертируется облигация, называется цена акций, при которой акция по стоимости равна облигации.

Conversion Price (цена конверсии): Номинальная стоимость конвертируемой привилегированной акции или облигации, разделенная на число обыкновенных акций, в которые ее можно конвертировать по желанию владельца.

Conversion Ratio (конверсионное соотношение): Число обыкновенных акций, в которые конвертируется одна привилегированная акция или облигация.

Corporation (корпорация): Предпринимательская организация, признаваемая юридическим лицом, имеющая ограниченную ответственность и неограниченный срок существования. Корпорация учреждается на основе устава (чартера), одобренного комиссаром по делам корпораций штата. Права и обязанности корпорации регламентируются ее уставом и местным и федеральным законодательством. Корпорация контролируется имеющими право голоса акционерами, которые избирают директоров, а те в свою очередь назначают других руководящих лиц.

Coupon Yield (купонный доход): Сумма годового процентного платежа по облигации, разделенная на ее номинальную стоимость. См.: Current Yield (текущий доход по ценной бумаге); Yield to Maturity (доход при погашении).

Country Funds (страновые фонды): Взаимные фонды, которые специализируются на инвестициях в ценные бумаги, эмитированные в какой-либо одной зарубежной стране.

Covered Option (покрытый опцион): Опцион, продаваемый инвестором против открытой позиции по данным акциям на его счете. Покрытый опцион «колл» продается при открытой «длинной позиции», а покрытый опцион «пут» — при открытой «короткой» позиции. Опцион «колл» также считается покрытым, если продавец опциона купил опцион «колл» того же класса с ценой исполнения, равной или меньшей по сравнению с ценой исполнения проданного опциона. Опцион «пут» также считается покрытым,

если продавец опциона купил опцион «пут» того же класса с ценой исполнения, равной или большей по сравнению с ценой исполнения проданного опциона. Некоторые люди рассматривают опцион «пут» как покрытый, если продавец опциона имеет достаточно средств для покупки лежащих в его основе ценных бумаг.

Cum Rights («включая право на покупку новых акций, предназначенных для продажи существующим акционерам»): Акции, продаваемые на условиях «с правами на», т.е. покупатель акций оплачивает и вскоре получает ранее объявленные права на приобретение новых акций по льготной цене, приходящиеся на каждую купленную старую акцию. См.: Ex-Rights («исключая право на покупку новых акций, предназначенных для продажи существующим акционерам»).

Cumulative (кумулятивная): Обычно термин употребляется в отношении привилегированных акций, которые называют кумулятивными привилегированными акциями. По таким акциям дивиденды должны объявляться и выплачиваться за текущий и предыдущие годы прежде, чем будут объявлены и выплачены дивиденды по обыкновенным акциям той же компании. См.; Aggreage (невыплаченные дивиденды по кумулятивным акциям).

Cumulative Voting (кумулятивное голосование акционеров): Разновидность голосования акционеров корпорации при выборах в состав совета директоров, позволяющая мелким акционерам суммировать свои голоса по всем выборным должностям и отдавать их в любой пропорции. Каждый акционер имеет число голосов, равное числу принадлежащих ему акций, умноженному на число избираемых директоров.

Curb («Уличная биржа»): Американская фондовая биржа, которая раньше называлась Нью-Йоркской уличной биржей.

Current Yield (текущий доход по ценной бумаге): Сумма годового процентного платежа по облигации, разделенная на ее рыночную цену. См.: Coupon Yield (купонный доход); Yield to Maturity (доход по ценной бумаге при ее погашении).

Cusip (КБЮСИП): Сокращенное название Комитета по присвоению ценным бумагам стандартных номеров и кодов, который уполномочен Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам присваивать идентификационные номера почти всем публично продаваемым сертификатам акций и облигаций. Сами номера называются «номера КБЮСИП».

Day Order (приказ, действительный только в течение дня): Приказ брокеру на покупку или продажу ценных бумаг или фьючерсных контрактов, который остается действительным только в течение того дня, когда он поступил. Если в приказе отсутствует специальное указание срока его действия, он рассматривается как действительный только в течение данного дня.

Dealer (дилер): Фирма или частное лицо, оперирующие на рынке ценных бумаг в роли принципалов, а не агентов. Фирмам разрешается выступать в одних сделках в роли принципалов, а в других — в роли агентов. Такие фирмы носят название брокеров-дилеров.

Debenture (необеспеченное долговое обязательство): Облигация, не имеющая такого конкретного обеспечения, как, например, залладная. Такая облигация обеспечивается всеми свободными от долгов (незаложенными) активами эмитента.

Debit Balance (дебетовое сальдо): Сумма на маржинальном счете клиента, представляющая собой его задолженность перед брокером. Обеспечением кредита выступают купленные с его помощью ценные бумаги, которые удерживаются брокером. Процент на дебетовое сальдо начисляется по ставке, превышающей ставку по ссудам до востребования. См.: Equity (остаточная стоимость маржи).

Deficiency Letter (уведомление о недостатках): Письменное уведомление Комиссией по ценным бумагам и биржам организации, предполагающей осуществить выпуск новых ценных бумаг. В этом уведомлении комиссия указывает на недостатки, пропуски, несоответствия или ложные факты, присутствующие в предварительном проспекте эмиссии корпорации. Все указанные недостатки проспекта подлежат обязательному устранению до того, как комиссия выдаст разрешение на выпуск ценных бумаг.

Deliver versus Payment («поставка против платежа»): Требование оплаты ценных бумаг наличными при поставке. Фактически сделка на условиях оплаты ценных бумаг наличными в момент их поставки.

Delta (коэффициент «дельта»): Изменение цены опциона в результате изменения цены лежащего в его основе финансового инструмента.

Depository Trust Company (Трастовая компания-депозитарий): Учрежденная банками, а также брокерами и дилерами корпорация, в функции которой входят безопасное хранение ценных бумаг и производство клиринговых расчетов по сделкам с ними, включая сделки с опционами.

Development Bond (облигация развития): Выпускаемые государственными агентствами облигации, средства от размещения которых идут на цели экономического развития определенного региона страны. Обычно эти облигации освобождены от налогообложения.

Diagonal Spread (диагональный спред): Опционная позиция, образовавшаяся в результате одновременной покупки и продажи опционов одного класса, но с различными ценами исполнения и сроками. Диагональный спред «медведя» предполагает покупку опциона с отдаленным сроком и продажу опциона с более близким сроком и более низкой ценой исполнения. Диагональный спред «быка» предполагает, что цена исполнения опциона с отдаленным сроком ниже цены исполнения опциона с более близким сроком.

Direct Participation Program (программа прямого участия): Товарищество с ограниченной ответственностью или небольшая корпорация, предполагающие прямое участие инвесторов (партнеров) в капиталовложениях, которое приносит им некоторые выгоды. См.: Tax Shelter (налоговая защита).

Discretionary Account (дискреционный счет): Счет в брокерской фирме, право совершения операций по которому передано другому лицу, обычно зарегистрированному представителю брокерской фирмы. Передача права на управление счетом не может быть устной и должна быть закреплена общей или ограниченной доверенностью. Такую доверенность часто называют полномочиями на покупку и продажу ценных бумаг без предварительного согласия клиента.

Discretionary Order (дискреционный приказ, приказ «на усмотрение брокера»): Приказ, размещаемый одним лицом, как правило, зарегистрированным представителем, от имени другого лица. На рынке ценных бумаг приказ считается дискреционным, если дает брокеру свободу выбора времени или цены сделки. На рынке фьючерсных контрактов приказы рассматриваются как дискреционные, если дают брокеру возможность самостоятельно выбирать и время и цену сделки. Совершение сделок «на усмотрение брокера» без предварительного согласия на это клиента считается серьезным нарушением справедливой практики торговли ценными бумагами.

Dividend (дивиденд): Распределение стоимости между акционерами, объявленное советом директоров корпорации. Дивиденды могут выплачиваться наличными деньгами, акциями или имуществом корпорации.

Dollar Cost Averaging (метод усреднения издержек в долларах): Формализованная инвестиционная схема, согласно которой инвестор через регулярные промежутки времени вкладывает фиксированную сумму долларов. При таком методе инвестор покупает больше ценных бумаг, когда цены на рынке низки, и меньше — когда цены высоки; в результате, если на рынке наблюдается подъем, средняя цена покупки акций уменьшается.

Double Option (двойной опцион): Покупка опционов «пут» и «колл» на одни и те же ценные бумаги, с одинаковыми ценами исполнения и сроками. Исполнение одного из опционов означает, что другой опцион останется неисполненным. В настоящее время подобная опционная стратегия в США встречается редко.

Dow Jones Averages (показатели средних курсов акций Dow Jones): Рассчитываемые компанией «Dow Jones Publishing Company» рыночные индикаторы, показывающие значительные изменения среднего курса акций промышленных, транспортных и коммунальных компаний в отдельности, а также всех групп акций.

Dow Theory (теория Доу): Теория, согласно которой средние показатели курсов акций промышленных и транспортных компаний Dow Jones при определенных обстоятельствах способны указывать на повороты основной рыночной тенденции. Считается, что, когда оба показателя средних курсов превысили ранее достигнутые наивысшие значения или опустились ниже ранее зафиксированных самых низких отметок, это Гнет с я свидетельством поворота тенденции.

Downtick («тик вниз»): Сделка по цене ниже цены предыдущей сделки.

Due Bill (счет к оплате): Документ, устанавливающий обязательство одной стороны перед другой, возникающее по поводу распределения стоимости по ценным бумагам, чаще всего — дивидендов.

Due Diligence Meeting («надлежащая встреча»): Встреча руководителей корпорации и гарантов в связи с предполагаемым выпуском ценных бумаг. Основная цель встречи — удостовериться в правильности и ясности изложения всей информации, включенной в предварительный проспект эмиссии. Обычно встреча проходит за 7—10 дней до начала размещения нового выпуска.

Duration («продолжительность»): Средневзвешенное приведенной стоимости будущего потока наличности от инвестиций в облигации, включающего сумму основного долга и проценты. Служит показателем относительного рыночного риска. Облигации с относительно высоким купонным доходом менее чувствительны к изменениям процентных ставок, следовательно, имеют меньшую «продолжительность», следовательно, менее подвержены рыночному риску. Облигации с отдаленным сроком погашения имеют большую «продолжительность», чем облигации с близкими сроками погашения, и, таким образом, больше подвержены рыночному риску. В показателе «продолжительности» не учитываются все типы риска; например, такие, как возможная просрочка процентных платежей или выплаты основной суммы долга или неликвидность облигаций.

DVP: См.: Deliver versus Payment («поставка против платежа»).

ECU — European Currency Unit (ЭКЮ): Сокращенное обозначение Европейской валютной единицы, которая создана на основе валют 10 европейских стран и является важным элементом Европейской валютной системы. На Филадельфийской фондовой бирже ведется торговля опционами на ЭКЮ.

Effective Date (дата начала): Дата, с которой начинается публичная продажа ценных бумаг нового выпуска. Предполагается, что к этой дате все недостатки, отмеченные Комиссией по ценным бумагам и биржам, уже устранены. Обычно размещение нового выпуска начинается через 20 дней после подачи документов на его регистрацию в комиссию.

Efficient Market (эффективный рынок): Рынок, на котором в курсах ценных бумаг немедленно отражается вся поступающая информация. Таким образом, цены всегда находятся в равновесии.

Endorsement (подтверждение): Гарантия того, что условия опционного контракта будут выполнены. Обычные опционы гарантируются одной из фирм—членов Нью-Йоркской фондовой биржи, а обращающиеся на биржах опционные контракты гарантируются Опционной клиринговой корпорацией.

Equipment Trust Certificate or Bond (доверительный сертификат на оборудование или облигация, обеспеченная оборудованием): Долговой инструмент, обеспеченный определенным оборудованием, например железнодорожным подвижным составом. Обычно эти ценные бумаги относят к категории высокого инвестиционного качества. Право собственности на служащее залогом оборудование сохраняется за попечителем до тех пор, пока долг не будет выплачен.

Equity (остаточная стоимость маржи; капитал компании): (1) Часть стоимости купленных «на марже» ценных бумаг, оплаченная клиентом. Фактически представляет собой разницу между стоимостью покупки и дебетовым сальдом на маржинальном счете. (2) Капитал компании в балансе: разница между активами и текущими обязательствами, заемным капиталом и привилегированными акциями.

ERISA — Employees Retirement Income Security Act (ЭРИСА): Закон о пенсионном обеспечении трудящихся, не охваченных льготными пенсионными программами и схемами участия в прибылях. Американский федеральный закон, регулирующий инвестиции некоторых пенсионных фондов. Обязывает менеджеров трастовых фондов, ответственных за инвестиции, вкладывать средства строго в соответствии с положениями трастовых договоров. Обычно от менеджеров требуется придерживаться консервативного «благоразумного» подхода к инвестированию.

ESOP — Employee Stock Ownership Plan (ЭЗОП): План владения служащими акциями своих компаний. Подобные планы разрабатываются компаниями и позволяют служащим приобретать иногда довольно значительное участие в собственности на корпорацию путем покупки акций по цене, на 15% ниже текущей рыночной. Иногда планы вводятся с целью предотвращения нежелательного поглощения.

Eurobond (еврооблигация): Облигации, выпускаемые за пределами страны происхождения эмитента, обычно его зарубежными филиалами; эти облигации не обязательно должны продаваться в Европе, хотя их главный рынок находится в Лондоне; номинал еврооблигаций устанавливается в валюте другой страны, депонированной в стране их выпуска, поэтому существуют евродолларовые и евроиеновые облигации.

Eurodollar (евродоллары): Доллары США, находящиеся на депозите в иностранном банке; как правило, но не всегда — в одном из европейских банков. Таким банком может быть зарубежный филиал американского банка.

European Option (европейский опцион): Опцион, который может быть исполнен только в день истечения его срока, и не раньше.

Excess (избыток): Избыточные средства клиента на маргинальном счете, т.е. сумма, депонированная клиентом, превышает требуемую первоначальную маржу. Избыток может быть изъят со счета или использован для покупки ценных бумаг.

Ex-Distribution («исключая распределение»): Покупатель ценной бумаги, продаваемой на условиях «исключая распределение», приобретает ее слишком поздно для того, чтобы принять участие в ранее объявленном распределении, например, чтобы получить право на приобретение акций «отпочковавшейся» компании.

Ex-Dividend («исключая дивиденд»): Покупатель акции на условиях «исключая дивиденд» не сможет получить уже объявленный советом директоров компании дивиденд, так как он купил ее слишком поздно для того, чтобы быть зарегистрированным в списке акционеров до выплаты дивиденда. Обычно акции начинают продаваться на условиях «исключая дивиденд» за четыре дня до даты прекращения регистрации новых акционеров для выплаты дивидендов. См.: **Record Date** (дата регистрации).

Exempt Securities (ценные бумаги, освобожденные от некоторых требований): Ценные бумаги, которые не подлежат регистрации в соответствии с Законом о ценных бумагах 1933 г. и освобождены от большинства маргинальных и иных требований, установленных Законом о ценных бумагах 1934 г. В частности, к этой категории ценных бумаг относятся государственные и муниципальные ценные бумаги, а также ценные бумаги государственных агентств.

Exercise (исполнение): (1) Предъявляемое к продавцу требование покупателя опциона любого вида выполнить свои обязательства и, в соответствии с условиями контракта, продать или купить ценные бумаги по установленной цене. Продавец опциона «колл» обязан продать (поставить) ценные бумаги, а продавец опциона «пут» должен купить (принять поставку) их. (2) Покупка ценных бумаг держателем варранта.

Exercise Price (цена исполнения): Цена, по которой продавец опциона обязуется купить или продать ценные бумаги. Обычно цена исполнения фиксируется, однако, если речь идет о традиционных опционах, может меняться в зависимости от распределения компанией стоимости по акциям, например, в случае выплаты дивидендов акциями или наличных дивидендов.

Ex-Rights («исключая право на покупку новых акций, предназначенных для продажи существующим акционерам»): Покупатель акции на условиях «исключая право на покупку новых акций для уже существующих акционеров» не получает права подписки на предстоящий выпуск акций, поскольку он купил акцию слишком поздно. В этом случае

говорят, что «прав нет». *См.*: Cum Rights («включая право на покупку новых акций, предназначенных для продажи существующим акционерам»).

Fannie Mae («Фанни Мэй»): Федеральная национальная ипотечная ассоциация или эмитируемые ею облигации.

Fair Value (справедливая стоимость): Получаемая на основе вероятностной модели цена, по которой должен продаваться опцион на эффективном рынке.

FAZ (фондовый индекс газеты «Frankfurter Allgemeine Zeitung»): Взвешенный по капитализации фондовый индекс курсов акций 100 ведущих немецких публичных компаний. Учитываемые в индексе акции представляют около 60% рыночной стоимости (капитализации) всех обращающихся на немецких фондовых рынках акций. Индекс был разработан ведущей немецкой газетой «Frankfurter Allgemeine Zeitung» и носит ее имя.

Flash Prices (цены-«вспышки»): Цены важнейших акций, показываемые на ленте тикера раньше положенного времени, когда информация о сделках запаздывает на 6 и более минут. Это делается для того, чтобы можно было лучше отслеживать тенденцию движения цен на рынке.

Flat («плоская»): Обозначение цены в сделке с облигациями без учета выросших процентов. Обычно по «плоским» ценам котируются доходные облигации, просроченные на данный момент облигации или облигации с нулевым купоном.

Flower Bonds («цветочные облигации»): Американские государственные облигации, продаваемые с дисконтом, однако погашаемые по номиналу, даже если они были куплены с дисконтом, при условии, что они используются для уплаты налога на наследство после смерти их держателя. С 1971 г. подобные облигации не выпускаются.

Fourth Market («четвертый» рынок): Прямая торговля ценными бумагами между институциональными инвесторами без привлечения брокеров или дилеров.

Freddie Mac («Фредди Мэк»): Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита или выпускаемые ею облигации.

Front-End Load (нагрузка при приобретении): Значительная надбавка к чистой стоимости актива во взаимном фонде, взимаемая с покупателя при первой покупке акций фонда в рамках долгосрочного плана инвестиций в фонд. Фактически это уплачиваемая авансом комиссия за все акции фонда, которые будут приобретены инвестором в будущем, призванная заставить инвестора продолжать инвестировать в фонд согласно контрактному инвестиционному плану.

FT-SE 100 (фондовый индекс «Financial Times-100»): Взвешенный по капитализации фондовый индекс курсов акций 100 британских компаний, имеющих наибольшую рыночную стоимость. На Лондонской международной финансовой срочной бирже ведется торговля опционами и фьючерсными контрактами на этот индекс.

General Mortgage Bond (облигация, обеспеченная полной ипотекой): Облигация, обеспеченная всей собственностью корпорации.

General Obligation Bond (облигация, обеспеченная общей гарантией): Муниципальная облигация, обеспеченная добросовестностью заемщика и его правом взимать налоги. Иногда облигации такого рода называют облигациями, обеспеченными всеми доходами и возможными заимствованиями эмитента. *См.*: Revenue Bond (доходная облигация).

Gilts (золотообрезные ценные бумаги): Государственные ценные бумаги Великобритании; могут быть как краткосрочными, так и бессрочными.

Ginnie Mae or GNMA («Джинни Мэй» или ГНМА): Правительственная национальная ипотечная ассоциация или гарантированные ею облигации. Выпускаемые финансовыми институтами облигации обеспечиваются жилищным ипотечным кредитом.

Give-Up («отказаться»): Передача комиссионных или маржи от одного брокера или дилера к другому по распоряжению клиента, уплачивающего комиссию или сбор.

Group Sales (продажи крупных партий ценных бумаг): Продажа нового выпуска ценных бумаг крупным, обычно институциональным покупателям непосредственно менеджером гарантийного синдиката с резервированием некоторой части выпуска для продажи мелким покупателям другими членами синдиката.

GTC (действителен до уведомления об отмене): Приказ купить или продать ценные бумаги, который остается действительным до исполнения или отмены клиентом или в некоторых случаях брокером.

Guaranteed Account (гарантированный счет): Брокерский счет, по которому покрытие всех убытков или выполнение маржинальных требований гарантированы другим счетом.

Guaranteed Bonds (гарантированные облигации): Облигации, выплата процентов и/или основного долга по которым гарантирована компанией, отличной от эмитента. Чаще всего такие облигации выпускались в прошлом железнодорожными компаниями. В начале 80-х годов были популярны гарантированные муниципальные облигации.

Guaranteed Stock (гарантированные акции): Акции, выплата дивидендов по которым гарантирована отличной от эмитента компанией. Обычно это привилегированные акции.

Hedge (хедж): Защита «длинной» позиции по одному активу «короткой» позицией по другому активу в целях уменьшения всестороннего риска. В торговле товарами одна позиция открывается на рынке наличных товаров, а другая — на рынке фьючерсных контрактов.

Hedge Clause («хеджевая» оговорка): Оговорка в конъюнктурных обзорах или исследовательских отчетах, в которой автор предупреждает, что он добросовестно высказал свое мнение, однако не несет ответственности за его ошибочность или неверные суждения.

Hedge Fund («хеджевый» фонд): Инвестиционный пул, который «коротко» продает и покупает ценные бумаги одной отрасли.

High Yield Bonds (высокодоходные облигации): См.: Junk («мусор»).

Horizontal Spread (горизонтальный спред): См.: Calendar Spread (календарный спред).

House Call (требование брокерской фирмы): Уведомление брокерской фирмой клиента о необходимости депонировать на маржинальном счете дополнительные средства для поддержания маржи.

Hypothecation (ипотека, залог): Залог ценных бумаг в качестве обеспечения долга. Термин обычно употребляется в отношении маржинальных счетов в брокерских фирмах. См.: Rehypothecation (перезалог).

Implied Volatility (подразумеваемая неустойчивость цены): Неустойчивость курса ценных бумаг или цены фьючерсного контракта, лежащих в основе опциона. Определяется исходя из текущих рыночных цен, а не на основе информации о прошлых ценах.

Income Bonds (доходные облигации): Облигации, проценты по которым выплачиваются только в том случае, если заемщик заработает прибыль. Процентные платежи по таким облигациям далеко не всегда обладают свойством кумулятивности. См.: Flat («плоская»).

Indenture (договор между эмитентом и держателем ценных бумаг): Формальное соглашение между эмитентом облигаций и их покупателями, в котором перечисляются условия облигационного займа.

Index (индекс): Показатель, основанный на сопоставлении с базовым годом, значение для которого принимается за 100. См.: Average (средний показатель).

Index Option (индексный опцион): Обращающийся на бирже опцион на индекс или средний показатель, расчет по которому производится наличными деньгами.

Indication of Interest (проявление интереса): Выражение клиентами намерения купить ценные бумаги из нового выпуска, если они появятся на рынке. В связи с тем что

предварительные проспекты еще не утверждены, размещение приказа на новые ценные бумаги или их предварительная оплата являются поспешными и, вероятнее всего, незаконными.

Individual Retirement Account (IRA) (индивидуальный пенсионный счет): Программа пенсионного обеспечения, которая позволяет инвестору открыть пенсионный счет и ежегодно вносить на него ограниченные суммы денег вплоть до выхода на пенсию, вычитая эти суммы полностью или частично из налогооблагаемого дохода.

Insider («инсайдер», «внутренних»): Лицо, которому запрещается проводить некоторые операции с ценными бумагами корпорации, в которой он работает, из-за его доступа к конфиденциальной и секретной информации. Очевидными «инсайдерами» являются должностные лица, директора и крупные акционеры корпораций, однако термин может употребляться и в отношении юристов, служащих инвестиционных банков и других лиц.

Interest-Rate Swap (процентный своп): Соглашение между двумя эмитентами об обмене купонными платежами, например, когда эмитент облигаций с «плавающей» ставкой хочет платить проценты по фиксированной ставке, или наоборот.

Intermarket Trading System (Межрыночная торговая система): Электронная сеть, связывающая операционные залы Нью-Йоркской фондовой биржи или Американской фондовой биржи с операционными залами региональных бирж, торгующих такими же ценными бумагами, что позволяет найти наиболее благоприятные котировки.

Instinet (ИНСТИНЕТ): Сокращенное название «Institual Networks Corporation». Автоматизированный фондовый рынок, используемый подписчиками, главным образом институциональными инвесторами, для совершения в автоматическом режиме сделок с ценными бумагами.

In-the-Money («в деньгах»): Опцион, обладающий «внутренней» стоимостью. Про опцион «колл» говорят, что он «в деньгах», когда текущий курс лежащей в его основе ценной бумаги выше цены исполнения опциона «колл». Опцион «пут» оказывается «в деньгах», когда текущий курс лежащей в его основе ценной бумаги ниже цены исполнения опциона.

Intrinsic Value («внутренняя» стоимость): Та часть стоимости опциона, которая обуславливается тем, что он «в деньгах», в отличие от той части стоимости, которая обуславливается оставшимся до окончания его срока действия временем («внешняя» стоимость).

Investment Advisor (инвестиционный консультант): Фирма или частное лицо, управляющие инвестиционными портфелями других лиц или организаций и получающие за свои консультации вознаграждение. В соответствии с требованиями Закона об инвестиционных консультантах 1940 г. инвестиционные консультанты должны регистрироваться в Комиссии по ценным бумагам и биржам.

Investment Banker (инвестиционный банк): Фирма, консультирующая другие фирмы по вопросам привлечения дополнительного капитала, организует сделки типа поглощений, слияний или продажи филиалов либо размещает новые выпуски акций или долговых ценных бумаг. Многие, но не все инвестиционные банки выступают гарантами новых выпусков, тогда как все гаранты выполняют функции инвестиционных банков, поэтому гарантирование — это более узкая сфера деятельности.

Investment Company (инвестиционная компания): Компания, учрежденная главным образом для инвестирования средств в ценные бумаги других компаний. Инвестиционные компании могут быть открытого или закрытого типа. Акции инвестиционных компаний закрытого типа продаются и покупаются подобно всем другим акциям на фондовых биржах или на других рынках. Акции компаний открытого типа покупаются и продаются непосредственно компанией или ее учредителями. Термины «инвестиционная компания открытого типа» и «взаимный фонд» являются синонимами.

Investment Grade Bonds (облигации инвестиционного уровня): Облигации с рейтингом не ниже Baa по классификации агентства «Moody's» и не ниже BBB по классификации фирмы «Standard & Poor's».

Investment Letter (инвестиционное письмо): См.: Letter Security (незарегистрированная ценная бумага, размещаемая частным образом).

IRA: *См.*: Individual Retirement Account (индивидуальный пенсионный счет).

ITS: *См.*: Intermarket Trading System (Межрыночная торговая система).

Junk («мусор»): Долговые ценные бумаги (иногда привилегированные акции) с рейтингами ниже «инвестиционного уровня», т.е. ниже рейтинга BBB по классификации «Standard & Poor's»* или Baa по классификации «Moody's». «Мусорными» могут быть новые выпуски, связанные с финансированием покупки контрольного пакета акций поглощаемой корпорации с помощью кредита или реструктуризации, либо уже находящиеся в обращении ценные бумаги, рейтинг которых по тем или иным причинам упал. «Мусорные» ценные бумаги часто называют высокодоходными, так как по ним устанавливается высокий процент, призванный компенсировать держателям повышенный риск.

Keogh Plan (План Кеог): Программа, позволяющая лицам, не работающим по найму, вплоть до выхода на пенсию откладывать определенную часть своих доходов (не больше установленного предела) и инвестировать ее, отсрочивая таким образом уплату подоходного налога. Фактически представляет собой индивидуальную налоговую защиту.

Lay-Off (снижение риска по гарантии размещения): Термин употребляется преимущественно в отношении размещения дополнительных выпусков акций корпораций по подписке (среди уже существующих акционеров). По резервному гарантийному соглашению гарант обязуется купить все акции, оказавшиеся не востребованными акционерами корпорации.

LBO: *См.*: Leveraged Buy-Out.

LEAPS — Long-term Equity Anticipation Securities (ценные бумаги на долгосрочное изменение стоимости лежащих в их основе акций): Дилеры выпускают эти ценные бумаги классов «пут» и «колл» и торгуют ими на Чикагской опционной бирже и Американской фондовой бирже. Срок этих ценных бумаг равен приблизительно двум годам.

Letter Security (незарегистрированная ценная бумага, размещаемая частным образом): Ценные бумаги, обычно акции, выпущенные в порядке частного размещения. Покупатель этих бумаг направляет эмитенту письмо, в котором сообщает, что намерен приобрести их для длительного хранения, а не для перепродажи. При размещении этих ценных бумаг Комиссия по ценным бумагам и биржам или комиссар штата по ценным бумагам могут потребовать от эмитента предъявить такие письма.

Leveraged Buy-Out (покупка контрольного пакета акций фирмы, финансируемая преимущественно за счет заемных средств): Стратегия поглощения публичной корпорации, предполагающая покупку ее обыкновенных акций за наличные деньги или долговые обязательства на сумму, превышающую рыночную стоимость ее акций. После приобретения контрольного пакета компания превращается в частную. В роли покупателей обычно выступает менеджмент корпорации, а средства на поглощение мобилизуются путем выпуска облигаций с низким рейтингом, обеспеченных активами поглощаемой компании. *См.*: Junk («мусор»).

LIBOR — London interbank offered rate (ЛИБОР): Ставка предложения (продавца) на лондонском межбанковском рынке депозитов. Это — часто меняющаяся ставка по относительно краткосрочным займам, доминирующая на лондонском межбанковском рынке. Является важнейшим ориентиром установления цен на еврооблигации (например, «35 базисных пунктов сверх ЛИБОР»).

Limit Order (лимитный приказ): Приказ, в котором покупатель устанавливает максимальную цену, по которой может быть совершена покупка, или продавец определяет минимальную приемлемую для него цену продажи ценных бумаг.

Lions («львы»): Краткосрочные ценные бумаги инвестиционных возможностей фирмы «Lehman». Выпускаемая фирмой «Lehman Brothers» разновидность накопительных сертификатов на казначейские ценные бумаги («кошек»).

Load («груз»): Надбавка к цене акций большинства инвестиционных компаний открытого типа. В действительности, покупатель платит за каждую акцию больше, чем текущая стоимость чистых активов компании, приходящаяся на одну акцию.

Loan Value (размер кредита): (1) Максимальная сумма кредита под залог конкретных ценных бумаг. Размер кредита варьируется в зависимости от типа акций и облигаций от 95% стоимости государственных облигаций до 0% стоимости некоторых продаваемых на внебиржевом рынке ценных бумаг. (2) Максимальный размер кредита, который может получить клиент от брокера на покупку всех ценных бумаг по маргинальному счету.

Long («длинная»): Позиция инвестора, купившего и удерживающего ценную бумагу. «Длинная» позиция не всегда является результатом покупки ценных бумаг, так как покупатель может ею покрывать ранее открытую «короткую» позицию.

Lyon — Liquid Yield Option Note (облигация с нулевым купоном и опционом конверсии в акции): Досрочно погашаемая конвертируемая облигация с нулевым купоном, выпускаемая компанией «МегпП Lynch», снабженная опционом «пут», который может быть исполнен по прошествии установленного времени.

Maintenance Call (требование поддержания маржи): Требование к владельцу маржинального счета внести дополнительные средства. Такие требования почти всегда являются результатом неблагоприятных тенденций движения цен на рынке. Иногда их называют «требованиями поддержания маржи», однако требования этого рода могут быть результатом открытия новых позиций.

Majority Voting (голосование большинством): Принятая в большинстве корпораций система голосования по принципу «одна акция — один голос». Результатом этого часто является то, что интересы мелких акционеров не представлены в совете директоров. Такое голосование известно и под названием статутного голосования. *См.:* Cumulative Voting (кумулятивное голосование акционеров).

Maloney Act (Закон Мэлоуни): Закон 1938 г., разрешивший создание саморегулируемых ассоциаций брокеров-дилеров по ценным бумагам. Главной ассоциацией в итоге стала Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам.

Margin (маржа): (1) Средства, которые должен депонировать на счете в качестве гарантийного депозита покупатель ценных бумаг. (2) Процент от стоимости покупаемых с помощью кредита ценных бумаг, который покупатель должен иметь на своем счете.

Margin Account (маржинальный счет): Счет в брокерской фирме, который позволяет клиенту пользоваться кредитом под залог покупаемых с его помощью или депонированных на счете ценных бумаг.

Margin Call (маржинальные требования): Требование брокера о внесении клиентом на счет дополнительных денежных средств в связи с тем, что были куплены или «коротко» проданы дополнительные ценные бумаги (выполнение требования в отношении первоначальной маржи, федерального требования или требования Правила 7), либо в результате неблагоприятного движения цен на фондовом рынке (требование поддержания маржи). *См.:* Regulation Г (Правило Т).

Market Maker («делатель» рынка): Дилер по ценным бумагам (акциям, облигациям, закладным и опционам), который постоянно объявляет твердые котировки на покупку и продажу и вступает в сделки за свой собственный счет.

Market Order (рыночный приказ): Приказ, который должен быть исполнен немедленно по наилучшей текущей цене. Этот приказ не лимитирован ни по времени, ни по цене.

Member (член): Человек, которому принадлежит место на бирже ценных бумаг или фьючерсных контрактов.

Member Organization (организация-член): Фирма или корпорация — член фондовой биржи. Фирма-член фондовой биржи организована в форме товарищества, один или несколько партнеров или служащих которого являются членами биржи. Фирма по работе с ценными бумагами, организованная в форме корпорации, называется корпорацией-членом

биржи, если один или несколько ее руководителей или служащих являются членами биржи.

Mezzanine Financing («промежуточное» («мезанинное») финансирование): Пул инвестиционных фондов, являющихся третьими сторонами, который предоставляет дополнительные средства первичным покупателям, осуществляющим покупку контрольного пакета акций фирмы преимущественно с помощью кредитов. Название «мезанинное» связано с тем, что инвестиционный уровень выпускаемых покупателями ценных бумаг недостаточен для получения под их залог банковского финансирования, однако выше, чем у самых высокорискованных ценных бумаг.

Money Market (денежный рынок): Финансовый рынок краткосрочных ссуд в отличие от рынка капитала, на котором средства ссужаются и берутся займы на продолжительное время. *См.*: Money Market Instruments (инструменты денежного рынка).

Money Market Fund (фонд денежного рынка): Взаимный фонд, который инвестирует свои активы в инструменты денежного рынка.

Money Market Instruments (инструменты денежного рынка): Краткосрочные долговые инструменты, например казначейские векселя, банкирские акцепты, депозитные сертификаты, «коммерческие» бумаги, соглашения о продаже и обратной покупке и некоторые евровалютные инструменты.

Mortgage Bond (облигация, обеспеченная ипотекой): облигация, покупатели которой защищены от убытков преимущественным правом на определенную недвижимость корпорации-эмитента. В случае ликвидации корпорации держатели подобных облигаций имеют общее с другими кредиторами право на все необремененные залогом активы корпорации, если вырученных от продажи недвижимости средств недостаточно для погашения облигаций по номиналу.

Municipal Security (муниципальная ценная бумага): Долговой инструмент, как правило облигация, выпущенная правительством штата, местным органом власти или одним из его учреждений. Обеспечивает своим держателям налоговые преимущества.

Mutual Fund (взаимный фонд): *См.*: Investment Company (инвестиционная компания).

Naked Option Writing (продажа (надписание) «голого» опциона): Опционная стратегия, при которой продавец опциона владеет наличностью или ценными бумагами, отличными от тех, на которые он надписывает опцион.

NASD (НАСД): *См.*: National Association of Securities Dealers (Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам).

NASDAQ (НАСДАК): *См.*: National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам).

National Association of Securities Dealers (Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам): Профессиональная организация в индустрии ценных бумаг, созданная в соответствии с Законом Мэлоуни 1938 г. и объединяющая брокеров и дилеров. Ассоциация в псевдогосударственной манере регулирует деятельность дилеров, работающих на внебиржевом рынке с ценными бумагами корпораций, взаимных фондов и инвестиционных банков.

National Association of Securities Dealers Automated Quotations (Автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам): Система электронной связи между конкурирующими между собой брокерами и дилерами, по которой передаются текущие котировки курсов и заключаются сделки, т.е. система действует фактически как фондовый рынок, но без операционных залов.

National Securities Clearing Corporation — NSCC (Национальная клиринговая корпорация по ценным бумагам): Корпорация, которой совместно владеют Нью-Йоркская фондовая биржа, Американская фондовая биржа и Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам. Корпорация осуществляет клиринговые расчеты по сделкам и поставке ценных бумаг среди своих членов. Она пользуется услугами Корпорации автоматизации индустрии ценных бумаг и выполняет функции клиринговых расчетов по сделкам

со всеми ценными бумагами, котируемыми на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, со многими выпусками, обращающимися на внебиржевом рынке, и с некоторыми муниципальными облигациями.

Net Change (нетто-изменение): Величина, на которую курс ценной бумаги на момент закрытия биржи в текущий день отличается от курса закрытия предыдущего дня, скорректированная на дивиденды или иные распределения.

Nikkei 225 (фондовый индекс Nikkei 225): Средний курс 225 японских акций—«голубых фишек», котируемых на Токийской фондовой бирже. Индекс разработан и рассчитывается японской финансовой газетой «Nihon Keizai Shimbun». Опционы и фьючерсные контракты на этот индекс продаются и покупаются в Японии и США.

Nine Bond Rule («правило девяти облигаций»): Правило Нью-Йоркской фондовой биржи, согласно которому приказы на покупку или продажу менее 10 облигаций должны, по возможности, исполняться на бирже и в любом случае сначала направляться в операционный зал биржи и лишь затем — на внебиржевой рынок.

No-Par (без номинала): Термин употребляется в отношении акций, не имеющих номинальной стоимости.

Nominal Quotation (номинальная котировка): Информация о приблизительной текущей рыночной стоимости, не являющаяся твердой котировкой курса спроса или предложения.

Nonclearing Member (неклиринговый член биржи): Член биржи, который не является членом системы клиринговых расчетов данной биржи. Расчеты по сделкам таких членов осуществляются другими членами биржи—участниками клиринговой системы за часть комиссии или определенную плату.

Nonpurpose Loan (нецелевая ссуда): Ссуда под залог ценных бумаг, не предназначенная для финансирования покупки данных или иных ценных бумаг «на марже». На подобные ссуды, следовательно, не распространяются федеральные или биржевые требования к марже.

OCC: См.: Options Clearing Corporation (Опционная клиринговая корпорация).

Odd-Lot (нестандартная сделка): Сделка с котируемыми на бирже акциями, в которой число акций меньше, чем в принятой на бирже стандартной единице торговли. Стандартной единицей торговли чаще всего признается пакет из 100 штук акций, однако на некоторых биржах стандартной может считаться сделка с 50, 25 или 10 штуками «неактивных» или дорогих акций.

Odd-Lot Theory (теория нестандартных сделок): Теория, согласно которой мелкие инвесторы, совершающие нестандартные сделки, обычно принимают неверные решения, когда активно покупают акции при повышении их курсов и не менее активно продают их при понижении курсов. Технические аналитики, придерживающиеся этой теории, используют ее в качестве механизма выбора правильного момента времени для проведения операций, противоположных действиям мелких «нестандартных» инвесторов.

Off-Board (внебиржевой): Операции на внебиржевом рынке.

Omnibus Account (счет «омнибус»): Счет, который открыт в фирме—члене биржи корреспондентской фирмой, не являющейся членом биржи. Счет «омнибус» представляет собой совокупность индивидуальных счетов ряда клиентов фирмы-корреспондента.

On-Balance Volume (уравновешивающий объем): Метод технического анализа рынка, который призван выявлять аккумуляцию или сброс акций крупными участниками рынка путем сопоставления объемов торговли на рынках с повышательной тенденцией с объемами торговли на рынках с понижательной тенденцией.

Open-End Investment Company (инвестиционная компания открытого типа): Взаимный фонд. Новые акции фонда выпускаются в зависимости от спроса на них, т.е. размер эмиссии в отличие от эмиссий инвестиционных компаний закрытого типа неограничен, и компания не имеет фиксированного уставного акционерного капитала.

Open Interest (открытые позиции): Общее число открытых опционных или срочных товарных контрактов, зарегистрированных на определенную дату клиринговой палатой. Представляет собой сумму проданных или купленных срочных контрактов (число купленных контрактов должно совпадать с числом проданных контрактов).

Open Order («открытый» приказ): См.: ГТС («действителен до уведомления об отмене»).

Option (опцион): Право, продаваемое одной стороной другой стороне; покупатель опциона получает право купить (опцион «колл») или продать (опцион «пут») ценную бумагу по фиксированной цене в течение определенного времени или в установленную дату. Опционы могут котироваться (обращающиеся на бирже опционы) или продаваться и покупаться на внебиржевом рынке (обычные, или традиционные, опционы).

Option Class (класс опциона): Все обращающиеся на бирже опционы «колл» или все обращающиеся на бирже опционы «пут» на одни и те же ценные бумаги.

Option Clearing Corporation (Опционная клиринговая корпорация): Эмитент всех обращающихся на бирже опционов. Она принимает участие в исполнении всех опционов, так как все покупатели опционов «колл», исполняющие свои опционы, получают причитающиеся им ценные бумаги у членов корпорации. Аналогично покупатели, исполняющие свои опционы «пут», продают принадлежащие им акции членам корпорации. Корпорацией владеют национальные опционные биржи.

Option Premium (опционная премия): Цена обращающегося на бирже опциона.

Option Series (опционная серия): Все опционы одного класса, имеющие одинаковые цены исполнения и сроки.

Option Type (тип опциона): Опционы бывают двух типов: «колл» и «пут».

Option Writer (надписатель опциона): Продавец опциона, который гарантирует его исполнение своими наличными деньгами, ценными бумагами или и тем и другим.

OTC: См.: Over the Counter (внебиржевой рынок).

Out of the Money («вне денег»): Опцион, который обладает срочной стоимостью, но не имеет «внутренней» стоимости. Текущий рыночный курс лежащей в его основе ценной бумаги ниже цены исполнения опциона «колл» или выше цены исполнения опциона «пут».

Over the Counter (внебиржевой рынок): Сделки с ценными бумагами между фирмами, обычно заключаемые по телефону, без передачи приказов на покупку или продажу в операционные залы бирж. На этом рынке фирмы могут выступать в роли брокеров или дилеров. Иногда внебиржевой рынок называют просто «внебиржевой» (off-board).

P&S Department: См.: Purchase and Sale Department (отдел покупок и продаж).

Par Value (номинальная стоимость, номинал): Стоимость ценной бумаги, указанная на ее сертификате. В случае с облигацией термин «par value» синонимичен термину «face value». В случае с обыкновенной акцией номинал часто выбирается произвольно.

Penny Stock («копеечная» акция): Дешевые акции, инвестиции в которые часто сопряжены с большим риском по причине неустойчивости компании-эмитента или из-за того, что они навязываются брокерами неопытным инвесторам.

PIK — Pay in kind (оплата натурой): Термин употребляется в отношении ценных бумаг, доход по которым выплачивается не наличными деньгами, а дополнительными ценными бумагами.

Pink Sheets («розовые листки»): Список акций и их цен на внебиржевом рынке, ежедневно публикуемый Национальным бюро котировок на бумаге розового цвета.

Plus Tick («плюс тик»): Сделка с котлируемыми на фондовой бирже акциями по цене выше цены предыдущей сделки с ними.

Plus Tick Rules (Правило «плюс тик»): Правило Комиссии по ценным бумагам и биржам, по которому «короткие» продажи на фондовой бирже могут совершаться только по цене выше цены предыдущей сделки с данными ценными бумагами.

Point (пункт): (1) Один доллар цены акции; (2) 10 дол. стоимости облигации; (3) единица среднего показателя. Один процентный пункт равен 100 базисным пунктам.

Point and Figure («точки и значки»): Метод технического анализа, основанный на построении графиков колебаний цены, при котором отмечаются только поворотные пункты в движении цены и величина изменений, но не учитываются временные промежутки и объемы торговли. Подобные графики показывают уровни поддержки и сопротивления. Иногда их называют графиками смены тенденции.

Poison Pill («отравленная таблетка»): Одна из целого ряда оборонительных тактик, предусмотренных уставом корпорации, направленная на избежание нежелательного поглощения. Среди подобных тактик можно назвать образование громадной задолженности, ответственность за погашение которой потенциальный «поглотитель» будет вынужден принять на себя, и выпуск долгосрочных (действительных в течение 10 и более лет) прав на подписку, которые позволяют после получения «поглотителем» определенного процента находящегося в обращении акционерного капитала произвести эмиссию новых акций.

Portfolio Effect («портфельный эффект»): Степень, в которой колебания стоимости или доходов от комбинации активов, например акций, меньше суммы колебаний стоимости или доходности отдельных активов.

Post («пост»): См.: Trading Post (торговый пост).

Preemptive Right (преимущественное право): Право акционеров корпорации принимать участие в любом распределении стоимости, производимом корпорацией. Обычно термин употребляется в отношении права подписки на новый выпуск обыкновенных акций пропорционально уже имеющемуся у акционера числу акций.

Preference Stock (преференциальные акции): По сути не отличаются от привилегированных акций, однако являются по отношению к ним «младшими». Выпускаются компаниями, уставы которых запрещают производить дополнительные эмиссии привилегированных акций.

Preferred Stock (привилегированные акции): Акции, дающие своим владельцам преимущественное право на прибыль, дивиденды и активы корпорации по сравнению с обыкновенными акциями после уплаты долгов. Иногда привилегированные акции называют квазидолгом, так как корпорация вынуждена, а часто и обязана выплачивать по ним дивиденды. Часто привилегированные акции бывают кумулятивными. См.: Arrearage (невплаченные дивиденды по кумулятивным акциям).

Preliminary Prospectus (предварительный проспект эмиссии): Предварительный вариант проспекта эмиссии, который выпускается исключительно для информирования заинтересованных сторон о предполагаемом, но еще не зарегистрированном выпуске, и не может служить основанием для купли-продажи новых ценных бумаг. В проспекте обычно не указываются цена размещения, дата начала размещения и другая связанная с выпуском информация, которая появляется только в окончательном варианте проспекта. Иногда предварительный проспект называют «копченой селедкой».

Premium (премия): Цена обращающегося на бирже опциона. Кроме того, надбавка к номинальной стоимости облигации или привилегированной акции.

Prerefunded Bonds (облигации перефинансирования): Муниципальные облигации, которые остаются в обращении несмотря на тот факт, что их погашение уже технически подготовлено депонированием государственных ценных бумаг на трастовом счете у третьей стороны. Подобная практика муниципалитетов направлена на снижение издержек заимствования в периоды, когда процентные ставки падают, а находящиеся в обращении выпуски не могут быть погашены из-за наличия оговорки, защищающей инвесторов от досрочного погашения.

Price Earning Ratio (отношение рыночной цены акции к чистой прибыли компании в расчете на одну акцию): Текущая рыночная цена акции, разделенная на чистую прибыль компании-эмитента в расчете на одну акцию за последние 12 месяцев.

Price Spread (ценовой спред): Термин является синонимом термина «вертикальный спред».

Prime Rate (прайм-рейт): Публикуемая банками ставка по кредитам первоклассным заемщикам.

Private Placement (частное размещение): Размещение нового выпуска ценных бумаг среди небольшого числа опытных инвесторов, которые предварительно должны написать инвестиционное письмо. Размещаемые в частном порядке выпуски обычно не подлежат регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам и освобождаются от процедуры регистрации в штате.

Program Trading (программная торговля): Арбитражные операции с помощью компьютерных программ между акциями, входящими в различные фондовые индексы, и фьючерсными или опционными контрактами на эти индексы. Термин употребляется также в отношении попыток денежных менеджеров добиться результатов, по крайней мере совпадающих с движением индекса.

Prospectus (проспект эмиссии): Краткое изложение содержания регистрационного документа, представляемого в Комиссию по ценным бумагам и биржам при подготовке большинства новых выпусков ценных бумаг. Проспект отчасти способствует размещению нового выпуска, но главным образом печатается для того, чтобы потенциальные покупатели новых ценных бумаг располагали всей существенной информацией о новом выпуске. *См.: Preliminary Prospectus (предварительный проспект эмиссии).*

Proху (доверенность): Документ, дающий одному лицу право действовать от имени другого лица. Такие документы часто используются как инструмент делегирования права голоса, обусловленного владением обыкновенными акциями.

Prudent Man Rule («правило благоразумного человека»): Ограничения, налагаемые на фидуциариев законами штатов. Законы требуют, чтобы фидуциарии осторожно и консервативно распоряжались средствами, принадлежащими другим людям. В некоторых штатах имеется особый список ценных бумаг, в которые фидуциариям разрешается инвестировать деньги.

Purchase and Sale Department (отдел покупок и продаж): Отдел брокерской фирмы, который рассылает клиентам подтверждения произведенных покупок и продаж ценных бумаг, а также сверяет детали сделок с брокерами противоположной стороны.

Purpose Loan (целевая ссуда): Ссуда, предоставляемая для открытия или поддержания позиции по ценным бумагам либо для покупки ценных бумаг «на марже». Обычно правила, регулирующие такие ссуды, гораздо строже, чем в случае с нецелевыми ссудами. Размеры ссуд регулируются правилами *G*, *T* и *Q* Федеральной резервной системы.

Put (опцион «пут»): Опцион, дающий право продать акции по фиксированной цене в течение установленного периода времени.

Pyramiding («строительство пирамиды»): Увеличение открытой позиции за счет использования прибыли или возросшей покупательной способности, образовавшихся в результате предшествующего благоприятного изменения курса ценных бумаг. Это более узкий по сравнению с «усреднением» термин, так как последнее может предполагать внесение дополнительного капитала.

Ratio Spread (спред на соотношении): Опционная стратегия, которая заключается в покупке одного числа контрактов и продаже другого числа контрактов. Иногда стратегию называют «плавающим» спредом.

Real Estate Investment Trust (специализирующийся на недвижимости инвестиционный фонд): Инвестиционная компания, которая вкладывает средства не в ценные бумаги, а в недвижимость.

Receive versus Payment («получение против платежа»): Продажа ценных бумаг с оплатой их не в обычном порядке, а немедленно по получении.

Record Date (дата регистрации): Дата, до которой акционер должен зарегистрироваться для получения предстоящего распределения стоимости, например, дивидендов или прав подписки на новый выпуск, либо права голоса на предстоящем общем собрании акционеров.

Red Herring («копченая селедка»): *См.: Preliminary Prospectus (предварительный проспект).*

Redemption (погашение, выкуп): Досрочное погашение облигаций или отзыв привилегированных акций с выплатой стоимости, называемой ценой погашения. Досрочное погашение или отзыв ценных бумаг производятся по усмотрению эмитента. Часто эмитент объявляет о досрочном погашении для того, чтобы принудить держателей ценных бумаг к их конверсии. Термин употребляется также в отношении выкупа акций взаимного фонда по цене, равной стоимости чистых активов фонда в расчете на одну акцию.

Refunding (рефинансирование): Погашение ценных бумаг, осуществляемое за счет средств, полученных от продажи новых ценных бумаг.

Registrar (регистратор): Финансовая организация, уполномоченная корпорацией регистрировать выпуск ее ценных бумаг и их держателей. Регистратора не следует путать с трансфертным агентом.

Registration Statement (регистрационный документ): Документ, который компания, предполагающая выпустить новые ценные бумаги, направляет в Комиссию по ценным бумагам и биржам. Основное назначение регистрационного документа — гарантировать, что потенциальные покупатели располагают всей существенной информацией о новом выпуске.

Regular Way Delivery (стандартная процедура поставки): Обычный расчетный день по сделке, когда брокер—продавец ценных бумаг должен их поставить, а брокер-покупатель — расплатиться за них. Расчеты по сделкам с акциями и облигациями производятся на пятый рабочий день; по сделкам с опционами и государственными ценными бумагами расчет производится на следующий рабочий день.

Regulation A Issue (выпуск «По правилу А»): Новые выпуски ценных бумаг, эмитенты которых освобождаются от выполнения части требований Комиссии по ценным бумагам и биржам, преимущественно в связи с небольшой суммой выпуска в долларах (на 1,5 млн дол. и меньше). Выпуски «по правилу Д» являются не единственными «освобожденными» выпусками. Кроме них от регистрационных требований освобождаются «внутренние» выпуски штатов и выпуски государственных ценных бумаг.

Regulation T (Правило 7): Правило, регулирующее пределы кредитов брокеров клиентам на операции с ценными бумагами. Предельный размер кредита в процентах от рыночной стоимости ценных бумаг варьируется в зависимости от типа покупаемых или «коротко» продаваемых ценных бумаг и может увеличиваться или уменьшаться, отражая политику Совета управляющих Федеральной резервной системы на расширение или сжатие кредита.

Regulation T Call (требования Правила Т в отношении маржи): Требование, предъявляемое к первоначальной марже, которое устанавливается на федеральном уровне, а не на уровне отдельных бирж или брокерских фирм.

Regulation U (Правило U): Сходно с Правилом Т, но регулирует пределы кредитов, выдаваемых клиентам на покупку ценных бумаг не брокерами, а банками.

Rehypothecation (перезалог): Заимствования брокерских фирм под залог депонированных на клиентских маржинальных счетах ценных бумаг, купленных клиентами с помощью полученных у брокеров кредитов. Таким образом, ценные бумаги перезакладываются.

REIT: См.: Real Estate Investment Trust (специализирующийся на недвижимости инвестиционный фонд).

Repo (РЕПО) (соглашение о покупке): Краткосрочный кредит дилера клиенту под залог долговых ценных бумаг. Продавец ценных бумаг (заемщик) договаривается с их покупателем (кредитором) об обратном выкупе данных ценных бумаг по более высокой цене через некоторое время. Дилеры по ценным бумагам часто используют договоры РЕПО как средство финансирования своих нетто-позиций. Кроме того, Федеральная резервная система рассматривает РЕПО как механизм кредитования, увеличивающий банковские резервы.

Restricted Account (ограниченный счет): (1) Маржинальный счет, размер маржи на котором меньше установленного Правилем Т. (2) Маржинальный счет, по которому запрещено проведение новых операций либо разрешены исключительно операции за наличный расчет в связи с тем, что владелец счета нарушил запрет на «свободную езду»

(быстрая купля-продажа ценных бумаг клиентом брокера без внесения денег в нарушение Правила Г).

Retained Earnings (нераспределенная прибыль): Часть чистой прибыли корпорации, не распределенная в виде дивидендов. В балансе указывается сумма всей нераспределенной прибыли за все время существования корпорации.

Retention Requirement (требование удержания): Требование, в соответствии с которым установленный процент поступлений от закрытия позиций должен удерживаться на счете с недостаточной маржей и не может быть изъят по желанию клиента.

Revenue Bond (доходная облигация): Разновидность муниципальных облигаций, проценты и основная сумма долга по которым выплачиваются из доходов от финансируемых с их помощью проектов, т.е. такие облигации обеспечиваются неналоговыми поступлениями и общей (безусловной) гарантией эмитента. Как правило, облигации, обеспеченные общей гарантией эмитента, являются более надежными по сравнению с доходными облигациями, однако менее доходны.

Reverse Repo (обратное РЕПО): Договор об обратной покупке, инициатором которого обычно выступает не заемщик, а кредитор, собирающийся вновь купить ценные бумаги, которые были «коротко» проданы. Кроме того, обратные РЕПО широко используются Федеральной резервной системой как средство заимствования денег и, следовательно, сокращения банковских резервов.

Reverse Split (обратный «сплит»): Уменьшение числа находящихся в обращении (выпущенных) обыкновенных акций корпорации путем обмена их на новые обыкновенные акции с увеличенным номиналом. Обычно корпорация производит обратный «сплит», когда полагает, что рыночная стоимость ее акций слишком низка.

Risk Arbitrage (рисковый арбитраж): Обычно рисковым арбитражем называют покупку одних акций и продажу других, когда ожидается слияние или поглощение. В отличие от безрискового арбитража, рискованный арбитраж в случае, когда сделка слияния или поглощения не состоялась либо состоялась на неблагоприятных для арбитражера условиях, может принести значительные убытки.

Rolling Over (ролл-овер): Замена одного опциона другим, отличающимся от первого условиями, например датой истечения срока или ценой исполнения.

ROP — Registered Options Principal (зарегистрированный принципал по опционам): Служащий брокерской фирмы, ответственный за выдачу разрешений на открытие клиентских счетов для проведения операций с опционами.

Round Lot (стандартная сделка, стандартная единица торговли): Стандартная единица биржевой торговли котируемыми акциями или облигациями. Обычно стандартной единицей считается 100 штук акций, однако иногда бывает 50, 25 или даже 10 акций. *См.: Odd Lot (нестандартная сделка).* Стандартные условия торговли облигациями не определены, однако участники рынка государственных и муниципальных облигаций признают стандартной единицей торговли партию облигаций с общей номинальной стоимостью 100 тыс. дол.

RVP: См.: Receive versus Payment («получение против платежа»).

Seat (место): Членство на бирже. Термин может не означать фактического рабочего места на бирже.

SEAO — Stock Exchange Automated Quotations (автоматизированная система биржевых котировок): Лондонская система, аналогичная системе NASDAQ.

SEC: См.: Securities and Exchange Commission (Комиссия по ценным бумагам и биржам).

Secondary Distribution (вторичное размещение): Размещение ранее выпущенных ценных бумаг. Такое размещение всегда производится через операционные залы бирж, вне зависимости от того, котируются или нет данные акции на бирже. Акции обычно предлагаются по фиксированной цене, которая включает в себя и вознаграждение продавцов.

Secondary Market (вторичный рынок): Рынок, на котором производится купля-продажа акций после завершения их первичного размещения.

Sector Funds (секторные фонды): Взаимные фонды, инвестиции которых полностью или преимущественно концентрируются в ценных бумагах, эмитированных компаниями одной отрасли или группы взаимосвязанных отраслей.

Securities Act of 1933 (Закон о ценных бумагах 1933 г.): Закон, требующий доведения до потенциальных инвесторов существенной информации о ценных бумагах. За соблюдением закона следит Комиссия по ценным бумагам и биржам.

Securities and Exchange Commission (Комиссия по ценным бумагам и биржам): Американское государственное агентство, учрежденное в 1934 г. в целях регулирования выпуска и купли-продажи ценных бумаг, а также фондовых рынков; комиссия контролирует торговлю опционами, однако не имеет отношения к торговле биржевыми товарами. Кроме того, комиссия контролирует деятельность работающего с ценными бумагами персонала, включая инвестиционных консультантов.

Securities Exchange Act of 1934 (Закон о торговле ценными бумагами 1934 г.): Закон о создании Комиссии по ценным бумагам и биржам, наделивший ее полномочиями регулировать фондовые рынки, выпуск, куплю-продажу ценных бумаг и деятельность работников индустрии ценных бумаг, а также наблюдать за выполнением закона о раскрытии существенной информации, относящейся к размещению ценных бумаг и требований к размерам кредита, предъявляемых Советом управляющих Федеральной резервной системы.

Securities Industry Automation Corporation (Корпорация автоматизации индустрии ценных бумаг): Принадлежащая Нью-Йоркской фондовой бирже и Американской фондовой бирже организация, которая предоставляет услуги связи, обработки информации, клиринговых расчетов и т.д.

Securities Investor Protection Corporation (Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги): Опирающаяся на гарантии федерального правительства корпорация, которая защищает клиентов от потери наличности или ценных бумаг в результате банкротства брокера. Размер выплачиваемой инвесторам компенсации ограничен. Компенсационный фонд формируется за счет взносов членов корпорации, в число которых входят все члены бирж и большинство членов Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам.

Security (обычно ценная бумага): Инвестиционный договор, включающий следующие элементы: (1) операция инвестирования денег; (2) инвестиция производится в законное предприятие; (3) инвестор ожидает получить на вложенные средства прибыль, которая является результатом усилий других людей. Наиболее известными примерами ценных бумаг являются акции, облигации и опционы. Товарные фьючерсные контракты к ценным бумагам не относят.

Segregated Securities (отделенные ценные бумаги): Числящиеся в брокерской фирме на счетах клиентов ценные бумаги, которые брокер не имеет права использовать в качестве обеспечения в связи с тем, что клиент не брал ссуду под эти ценные бумаги.

Selling Away («распродажа»): Свойственная некоторым торговцам ценными бумагами практика давать своим клиентам рекомендации покупать фондовые продукты, с которыми данная фирма не работает. Подобная практика может считаться неразумной и даже неэтичной.

Selling Group (продающая группа): Группа работающих с ценными бумагами фирм, специально образованная для продажи нового выпуска. Группа не несет какой-либо закрепленной договором ответственности за нераспроданную часть выпуска.

Serial Bond (серийная облигация): Облигации, выпуск которых погашается регулярными равными долями в течение некоторого времени. Облигации сходны с облигациями, выпускаемыми при условии регулярного внесения эмитентом определенных сумм в фонд погашения займа, однако при этом последнем выпуске не указывается срок погашения. Наиболее известными примерами серийных облигаций являются обеспеченные безусловной гарантией эмитента муниципальные облигации и доверительные сертификаты на оборудование железнодорожных компаний.

Settlement Date (расчетный день): День расчета по сделке с ценными бумагами, когда проданные ценные бумаги должны быть поставлены, а купленные ценные бумаги должны быть оплачены.

Sheets («листки»): Перечни котировок ценных бумаг внебиржевого рынка, публикуемые Национальной службой котировок Национального бюро котировок. Котировки акций печатаются на «розовых листках», а котировки облигаций — на «желтых листках».

Shelf Registration («регистрация на полке»): Особая процедура регистрации. Имеющие хорошую репутацию эмитенты могут заранее регистрировать новый выпуск ценных бумаг и дожидаться благоприятных условий для его размещения. Обычно «регистрация на полке» производится на основании Правила 415 Комиссии по ценным бумагам и биржам без обычного привлечения синдикатов инвестиционных банков. Вместо этого заинтересованные фирмы сами выражают желание купить ценные бумаги нового выпуска, а эмитент продает их тем, кто сделал наиболее привлекательное предложение.

Short («короткая»): Сделка продажи ценных бумаг, расчет по которой производится поставкой взятых займы, а не принадлежащих продавцу ценных бумаг. Совершая «короткую» продажу, продавец может иметь на руках данные ценные бумаги, однако предпочитает сохранить их по причинам налогового характера или из соображений контроля. В некоторых случаях у продавца нет данных ценных бумаг вообще.

Short Against the Box («короткая» продажа «против сейфа»): «Короткая» продажа, совершаемая лицом, которое владеет проданными ценными бумагами; сделка продажи, однако, завершается поставкой взятых займы ценных бумаг. Обычно «короткие» продажи «против сейфа» совершаются из налоговых соображений.

SIAC: См.: Securities Industry Automation Corporation (Корпорация автоматизации индустрии ценных бумаг).

Sinking Fund (фонд погашения): Метод амортизации облигационного займа путем внесения регулярных, обычно ежегодных, платежей. Отчисления в фонд погашения могут вкладываться в ценные бумаги высокого инвестиционного уровня или использоваться для периодического, но не имеющего определенного графика погашения ценных бумаг, под которые создан фонд.

SIPC: См.: Securities Investor Protection Corporation (Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги).

SMA — Special Memorandum Account (специальный памятный счет): Счет, на котором отражаются избыток средств над требуемой маржей и покупательная способность клиента брокерской фирмы, имеющего маржинальный счет. Прежде счет назывался «специальным счетом прочих средств».

Specialist (специалист): Член биржи, который работает в операционном зале, выступая в одних операциях дилером, а в других — брокером. В функции специалиста входит поддержание честного и упорядоченного рынка определенных ценных бумаг, хранение лимитных приказов и приказов «стоп», размещенных другими брокерами, и исполнение этих приказов в подходящее время за комиссионное вознаграждение.

Specialist's Book («книжка специалиста»): Записная книжка специалиста, в которой он, выступая в роли брокера, регистрирует лимитные приказы и приказы «стоп», переданные ему другими брокерами, действующими от имени клиентов. В настоящее время «книжки» для регистрации приказов на все наиболее активные акции представляют собой электронные терминалы с дисплеями.

Spin-Off («отпочкование»): Дивиденд, выплачиваемый компанией не собственными акциями, а акциями другой корпорации.

Spread (спред): (1) Разница между ценами предложения и спроса, котируемыми дилером на данные акции. (2) Покупка одного обращающегося на бирже опциона и продажа другого опциона на одни и те же акции.

SRQP — Senior Registered Options Principal (старший зарегистрированный принципал по опционам): Служащий брокерской фирмы, отвечающий за все аспекты ее опционного бизнеса.

Stabilization (стабилизация): Поддержка гарантиями рыночной цены ценных бумаг из нового выпуска в целях его успешного размещения. В действительности такую практику можно рассматривать как законную манипуляцию на рынке.

Standby Agreement (резервное соглашение): Обязательство гаранта нового выпуска купить все акции, предназначенные для продажи существующим акционерам, на которые акционеры не подписались.

Stock (обычно акция): Сертификат, представляющий одну или несколько акций корпорации.

Stock Dividend (дивиденд, выплачиваемый акциями): Дивиденд, выплачиваемый не наличными деньгами, а акциями. Предполагает перевод нераспределенной прибыли на счет уставного капитала без изменения номинальной стоимости акций. Дивиденд, выплачиваемый акциями другой компании, например филиала, иногда называют «отпочкованием».

Stock Power (право распоряжения акциями): Отдельная или отпечатанная на обороте ценной бумаги форма, путем заполнения которой производится трансферт (передача) ценной бумаги третьей стороне. Часто используется при залоге ценных бумаг в качестве обеспечения кредита.

Stock Split («сплит» акций): Увеличение числа находящихся в обращении акций корпорации путем обмена их на акции с меньшим номиналом.

Stopping Stock («остановленная» акция): Гарантия специалиста, что лимитный приказ будет выполнен по указанной или лучшей цене. Такая гарантия дает клиенту возможность дожидаться наиболее выгодной котировки на покупку или продажу ценной бумаги, не рискуя при этом «упустить рынок». «Остановленную» акцию не следует путать с приказом «стоп».

Straddle («стрэддл»): Опционная комбинация, состоящая из одного опциона «пут» и одного опциона «колл» с одинаковыми сроками и ценами исполнения. Оба опциона могут быть исполнены и могут продаваться отдельно друг от друга.

Street Name («уличное имя»): Про ценные бумаги, принадлежащие клиенту, но зарегистрированные на имя брокера, говорят, что они зарегистрированы на «уличное имя». Регистрация на имя брокера производится либо из-за того, что ценные бумаги используются как обеспечение кредита при их покупке «на марже», либо просто для того, чтобы облегчить процесс совершения сделок. «Улицей» называют Уолл-стрит и, достаточно часто, брокерские фирмы.

Stiking Price (цена исполнения): См.: Exercise Price (цена исполнения).

Stripping («обдиранье»): Процесс разделения долгового инструмента на два инструмента с нулевыми купонами, один из которых представляет основную сумму долга, а другой — процентные платежи.

Subcharter S (подраздел S): Раздел Кодекса Службы внутренних доходов, на основании которого мелкие корпорации, по собственному желанию, могут облагаться налогом не как корпорация, а как неинкорпорированная компания, принадлежащая одному лицу, либо как товарищество. Таким образом компаниям удается избежать двойного налогообложения.

Subordinated Debt (субординированный долг): Долг, который дает право претендовать на активы заемщика только после погашения других, «старших» долгов. Обычным примером являются субординированные облигации корпораций.

Subscription Privilege (привилегия подписки): Преимущественное право акционеров корпорации купить пропорционально числу принадлежащих им акций эмитируемые корпорацией новые акции или иные ценные бумаги, конвертируемые в акции, до того как новый выпуск будет предложен сторонним инвесторам. Подписная цена обычно ниже текущей рыночной цены акций.

SuperDot («Супердот»): Действующая на Нью-Йоркской фондовой бирже электронная система заключения небольших сделок (стандартных и нестандартных, с числом акций не более 30 099 штук), по которой приказы на покупку или продажу передаются непосредственно из брокерских фирм на «посты» в операционном зале биржи.

Syndicate (синдикат): Группа инвестиционных банков, специально сформированная для разделения риска гарантирования нового выпуска и/или продажи нового выпуска.

Tax-Exempt Securities (освобожденные от налога ценные бумаги): Часто такие ценные бумаги называют муниципальными облигациями, однако они могут эмитироваться органами власти штата, округа, города и вообще любыми органами власти, имеющими право сбора налогов, за исключением федерального правительства. Доход по этим облигациям освобождается от федерального подоходного налога и от подоходного налога того штата, в котором они были выпущены. Эти облигации не освобождены от налога на реализованный прирост капитала, на наследство и на имущество.

Tax Shelter (налоговая защита): Инвестиционные или иные способы уменьшения налога. Примерами являются покупка освобожденных от налогообложения муниципальных облигаций, исключение из налогооблагаемого дохода дивидендов или процентов и создание товариществ в таких сферах деятельности, как недвижимость, выращивание скота, лизинг оборудования, нефтяное бурение, реализация научно-исследовательских проектов и кинопроизводство. Создание товариществ направлено на уменьшение или отсрочку уплаты налогов на текущую прибыль, доход от реализации имущества или того и другого.

Tender Offer («предложение»): Публичное предложение купить у акционеров акции, как правило, по цене выше текущей рыночной. Обычно такое предложение делается в целях поглощения компании.

Third Market («третий» рынок): Купля-продажа котируемых на бирже ценных бумаг членами биржи на внебиржевом рынке.

Tigr («тигр»): Казначейская расписка инвестиционного роста. Выпускаемая компанией «MetLife Lynch» разновидность накопительных сертификатов на казначейские ценные бумаги («кошек») и облигации с нулевыми купонами, возникающие в результате «обдиранья» казначейской облигации, т.е. разделения ее на две отдельные бумаги, представляющие основную сумму долга и проценты и продаваемые по отдельности.

Time Value (срочная стоимость): Часть опционной премии, которая отражает исключительно время, остающееся до окончания срока действия опциона. «Внутренняя» стоимость. См.: **Intrinsic Value** («внутренняя» стоимость).

Tombstone («надгробный памятник»): Опубликованное в печати объявление, перечисляющее участников гарантийного синдиката нового выпуска.

Trading Post (торговый пост): Физическое место под определенным номером в операционном зале биржи, где ведется торговля акциями определенной компании (компаний).

Transfer Agent (трансфертный агент): Обычно обслуживающий корпорацию банк, который ведет список акционеров—владельцев именных акций, а также уничтожает старые сертификаты акций и выдает новые при смене собственника акций. Трансфертного агента не следует путать с регистратором.

Treasury Bills (казначейские векселя): Краткосрочные обязательства американского правительства со сроком до одного года. (Сертификаты казначейских ценных бумаг со сроком до одного года не выпускаются в физической форме с 1966 г.)

Treasury Bonds (казначейские облигации): Долгосрочные обязательства американского правительства, обычно сроком на 30 лет.

Treasury Bonds (казначейские облигации): Долгосрочные обязательства американского правительства, как правило, от 15 до 30 лет.

Treasury Notes (среднесрочные казначейские облигации): Обязательства американского правительства со сроком от 1 года до 10 лет.

Treasury Stock (акции, хранящиеся у эмитента): Обыкновенные акции, которые были выкуплены или приобретены иным путем компанией-эмитентом и хранятся в ее финансовом отделе. Эти акции не участвуют в голосовании, и на них не начисляется дивиденд.

Trin («трин»): Краткосрочный индекс, рассчитываемый делением числа эмиссий, курс которых поднялся, на число эмиссий, курс которых упал, и делением полученного результата на отношение объема торговли по поднявшимся акциям к объему торговли по опустившимся акциям. Цель индекса — показывать повороты тенденции.

Triple Witching Hour («тройные колдовские часы»): Последний рабочий час перед истечением сроков опционов на акции и на индексы и индексных опционных фьючерсных контрактов. Такие часы бывают четыре раза в год, в третью пятницу последнего месяца каждого квартала. Резкие изменения цен в эти часы, вызванные действиями арбитражеров, потребовали введения определенного регулирования.

12b-1 Fee (форма оплаты «12b-1»): Название восходит к принятому в 1980 г. правил Комиссии по ценным бумагам и биржам, которое разрешило взаимным фондам оплачивать расходы на распространение своих акций, такие, как затраты на рекламу и брокерскую комиссию, самостоятельно.

Type of Option (тип опциона): Классификация опционов: опционы «пут», опционы «колл» или опционные комбинации.

Uncovered Writer (непокрытый продавец, или надписатель опциона): Лицо, которое не владеет акциями, лежащими в основе проданного им опциона «колл». Иногда это называют продажей «голых» опционов «колл». (*См.*: Naked Option («голый» опцион).

Underwriting (гарантирование): Одна из функций инвестиционных банков. Предполагает покупку новых выпусков ценных бумаг у корпораций и последующую их перепродажу. Гарантирование может осуществляться одним инвестиционным банком, однако в целях распределения гарантийного риска обычно формируется синдикат.

Uniform Transfer (or Gifts) to Minor Act (Единый закон о передаче имущества или дарения несовершеннолетним): Законы штатов, которые позволяют несовершеннолетним владеть активами, включая ценные бумаги, без учреждения формального траста.

Unit Investment Trust Сотрапу (паевая инвестиционная компания): Инвестиционная компания, которая выпускает выкупаемые сертификаты паев (акции), представляющие неделимое участие в фиксированном портфеле приносящих доход ценных бумаг.

Up and Out Option (опцион «вверх и кончился»): Традиционный опцион «пут», который остается неисполненным, если рыночная цена лежащих в его основе акций поднимается выше заранее установленной цены исполнения.

Variable Spread («плавающий» спред): Взаимозачет «длинной» и «короткой» опционных позиций на опционы одного класса и типа, но на разное число опционных контрактов и с различными ценами и/или сроками исполнения.

Vertical Spread (вертикальный спред): Покупка и продажа опционов с одинаковым сроком. «Медвежий» спред на опционах «колл» заключается в покупке опциона с более высокой ценой исполнения и продаже опциона с более низкой ценой исполнения. При «бычьем» спреде, напротив, покупается опцион с низкой ценой исполнения и продается опцион с высокой ценой исполнения.

Volatility (неустойчивость цен): Амплитуда колебаний в течение определенного периода времени цены акций или фьючерса, лежащих в основе опциона, базирующегося на стандартных отклонениях цен.

Warrant (варрант): Аналогичен опциону «колл», однако может быть исполнен в течение гораздо более длительного периода времени. Срок варранта устанавливается от одного года до бесконечности. Варранты выпускаются независимо от других ценных бумаг либо в целях повышения привлекательности выпусков прилагаются к акциям или облигациям. В последнем случае говорят, что варрант действует как «подсластитель». Помимо варрантов на акции существуют варранты на различные фондовые индексы или на цену нефти.

Wash Sale (продажа-«стирка»): (1) Операция с ценными бумагами, в результате которой не происходит реальной смены собственника, например продажа ценных бумаг мужем своей жене или продажа с одного счета и покупка на другой счет одного и того же человека. (2) Обратная покупка проданных для реализации убытка ценных бумаг в течение 30 дней.

White Knight («белый рыцарь»): Дружественная сторона, спасающая корпорацию от нежелательного поглощения.

Work-Out Market (предварительный рынок): Внебиржевой или опционный рынок, на котором даваемые дилером котировки спроса и предложения не являются твердыми и зависят от его способности находить покупателя или продавца. Дилер иногда не может или не желает покупать акции на свою нетто-позицию либо продавать их со своей нетто-позиции или «коротко».

Writer (продавец, или надписатель): Лицо или организация, продающие опционы «колл» или «пут» и, следовательно, принимающие на себя обязательство купить или продать акции по требованию Опционной клиринговой корпорации.

Yankee Bond (облигация «янки»): Облигация с номинальной стоимостью, выраженной в долларах США, продаваемая на территории США иностранным эмитентом.

Yield to Maturity (доход при погашении): Внутренняя ставка дохода по долговому инструменту.

Zero-Coupon Bond (облигация с нулевыми купонами): Облигация, по которой не выплачивается текущий процентный доход. Такие облигации продаются с глубоким дисконтом от цены их погашения. В случае налогообложения дохода от облигаций процентный доход приписывается. С нулевыми купонами могут выпускаться краткосрочные или среднесрочные облигации корпораций.