
How to Read the Financial Pages

Michael Brett

Fifth Edition

Random House
Business Books

МАЙКЛ БРЕТТ

КАК ЧИТАТЬ ФИНАНСОВУЮ ИНФОРМАЦИЮ

ПРОСТОЕ ОБЪЯСНЕНИЕ ТОГО, КАК РАБОТАЮТ ДЕНЬГИ


• ПРОСПЕКТ •
Москва
2004

УДК 336.761:002
ББК 65.262.2
М14

Майкл Бретт

М14 Как читать финансовую информацию. Простое объяснение того, как работают деньги / Пер. с англ. И. В. Габенова и В. В. Иванова; Под ред. В. В. Иванова. — М.: Изд-во Проспект, 2004. — 464 с.

ISBN 5-7986-0085-8

Книга предназначена для того, чтобы объяснить язык денег и раскрыть сущность процессов, происходящих в финансовой сфере. Многочисленные примеры, приведенные в каждой главе, значительно облегчат восприятие конкретных ситуаций и помогут принять верные решения в области управления финансами.

Выдержавшая пять переизданий с 1987 года книга М. Бретта относится к числу наиболее читаемых по данной проблематике и оказывает неоценимую помощь финансовому менеджеру и любому, кто хочет узнать, как работают деньги.

УДК 336.761:002
ББК 65.262.2

ООО «Издательство Проспект» благодарит ЗАО «Литературное Агентство Эндрю Нюрнберг» за оказанную помощь при издании русской версии книги.
107976, г. Москва, ул. Стромынка, д. 19, корп. 2.
тел. (095)229-52-81

Бретт Майкл

КАК ЧИТАТЬ ФИНАНСОВУЮ ИНФОРМАЦИЮ. ПРОСТОЕ ОБЪЯСНЕНИЕ ТОГО, КАК РАБОТАЮТ ДЕНЬГИ

Подписано в печать 01.10.2003. Формат 60×90^{1/16}.
Печать офсетная. Печ. л. 29,0. Тираж 3000 экз. Заказ № 772.

ООО «Издательство Проспект»
107005, Москва, Лефортовский пер., 12/50.

Отпечатано с диапозитивов в ФГУП «Печатный двор»
Министерства РФ по делам печати, телерадиовещания
и средств массовых коммуникаций.
197110, Санкт-Петербург, Чкаловский пр., 15.

© Michael Brett, 1987, 1989, 1991, 1995, 2000
© Random House Group Ltd., 2002
© И. В. Габенов, В. В. Иванов, перевод, 2004
© ООО «Издательство Проспект»,
перевод на русский язык, 2004

ISBN 5-7986-0085-8

Предисловие

Деньги не такой уж сложный предмет. Принципы, лежащие в основе финансовых сделок, достаточно просты. Обычно в замешательство приводят именно детали, затемняющие эти принципы.

Мир денег, подобно многим другим, рождает свою собственную практику и жаргон, которые обычно непонятны неспециалистам. Даже умный наблюдатель финансовой жизни находится в неблагоприятном положении. Иногда финансовому миру нравится сохранять подобное положение вещей, потому что аура мистики может повысить ценность его услуг.

Финансовая пресса в лице ее лучших представителей старается навести мосты через этот провал в понимании, но зачастую она вынуждена удовлетворять интересы двух различных рынков. Она пишет как для тех, кто занят в денежном бизнесе, так и для аутсайдеров, которым нравится наблюдать за представлением на финансово-экономической сцене и кто в ходе своей личной или деловой жизни должен делать выбор среди множества финансовых услуг и инвестиционных продуктов. Тому, кто впервые читает *Financial Times* или деловые страницы национальных ежедневных или воскресных газет, вполне может показаться, что он имеет дело с каким-то иностранным языком.

Растущая популярность Интернета, впервые охваченного в этом издании, может помочь в этом деле. Многие финансовые страницы очень четко нацелены на обычных людей. Но даже здесь некоторое представление о базовых инвестиционных принципах может оказаться весьма полезным.

Данная книга предназначена для того, чтобы объяснить язык денег. Она делает это посредством объяснения принципов и методов, стоящих за рынками и финансовыми институтами, которые имеют дело с деньгами и инвестициями. Понимание этих принципов и специального жаргона быстро расставляет все по своим местам. Книга состоит из двух основных частей. Повествовательные главы предлагают руководство по работе финансовой системы и основных составляющих ее частей. Это подходит для новичка в финансовом мире, хотя также послужит и написанием (*aide-memoire*) для тех, кто уже обладает знаниями. В конце книги

приводится объединенный глоссарий и список индексов, которые или предлагают объяснения финансовых терминов, или указывают на то, где они объясняются в тексте. Поскольку финансовое сообщество часто готово воспринимать себя слишком серьезно, между двумя частями книги предлагается противоядие в форме веселого взгляда на некоторые из косвенных терминов и технических приемов, которые используют финансовые журналисты для донесения своего послания до читателей.

Такой подход претендует на практичность. Объяснения финансовых терминов не предназначены для профессиональных экономистов или банкиров и не должны восприниматься как официальные определения. Они объясняют тот смысл, в котором вероятнее всего встречаются эти термины в финансовой прессе.

Книга следует структуре содержания финансовой прессы. Большая часть написанного касается компаний и фондового рынка, которые соответственно требуют подробного разъяснения. Разделы об отчетности компаний помогают объяснить подоплеку основных инвестиционных тарифов — их можно пропустить, если вы знакомы с этими понятиями. Другие области, такие как евторынок, занимают меньше места. Хотя евторынок значительно больше внутреннего фондового рынка, евторынок или мировой рынок в меньшей степени затрагивает население Великобритании и соответственно получает меньшее отражение в национальной прессе.

Следует отметить одну деталь: ставки налогов могут быстро изменяться, и, следовательно, примеры, включающие налоговые расчеты, вскоре после написания книги рискуют оказаться устаревшими. Налоговые ставки, использованные в этом издании, это ставки, применявшиеся в 2000/01 финансовом году. Так, базовая ставка подоходного налога составляет 22%, повышенная ставка — 40, а ставка корпоративного налога равна 30%. Считается, что налог на дивиденды составляет 10%, а повышенная ставка равна 32,5%.

И последнее предупреждение: в периоды бумов инвестиционные рынки начинают заражаться своим собственным энтузиазмом. Те, кто работает с деньгами, забывают о существовании слова «спад».

У журналиста, который пишет о Сити, нет иммунитета от этого энтузиазма. Он иногда окрашивает их мнения, как окрашивает он и суждения профессионалов из Сити. Из этого следует, что читать финансовые страницы во времена бумов на фондовом рынке надо с большой долей осторожности. Подъемы не длятся вечно, и некоторым журналистам, как и брокерам, лучше удаются советы о том, когда надо покупать, чем о том, когда надо продавать.

Введение

Если бы вы должны были одним словом охарактеризовать финансовые изменения за последние пять лет второго тысячелетия, то это было бы слово «глобализация». Сегодня деньги стали поистине интернациональными. И такой глобальный бизнес характерен не только для банков, но и других финансовых институтов, которые уже долгое время действуют на международном рынке. Сегодня глобализация опустилась до уровня отдельного инвестора, который при помощи домашнего компьютера и Интернета может следить за ценами акций в Нью-Йорке так же легко, как за ценами в Лондоне.

Взрыв информационных технологий ведет дальше простого предоставления информации о рынках и инвестиционных возможностях по всему миру. Он прокладывает на этих рынках новые маршруты. На пороге нового тысячелетия брокеры, ведущие свой бизнес через Интернет, в Великобритании получили меньшее развитие, чем в США. Но все же достаточное количество фирм предлагало инвесторам возможности для размещения их заказов на покупку и продажу ценных бумаг в режиме реального времени, и еще больше интернет-брокеров готовятся оказывать подобные услуги. Интернет-банки, не обязательно имеющие юридический адрес в Великобритании, уже сделали заявку на привлечение сбережений англичан.

С помощью Интернета потребители имеют гораздо больше возможностей, чем в прошлом, для того, чтобы сравнивать цены у целого ряда поставщиков. Это относится к финансовым продуктам точно так же, как и к любым другим, и является плохой новостью для продавцов, стремящихся завышать цену на свой товар. В долгосрочном плане Интернет должен помочь уничтожить ничем не оправданные ценовые различия и уменьшить пределы для завышения цен.

Но глобализация инвестиционной деятельности на базе информационных технологий наравне с выгодами приносит с собой и опасности. Еще в 1987 г. крах мирового фондового рынка продемонстрировал, как быстро может распространяться рыночная паника от одного финансового центра к другому (см. главу 7), когда экраны дилеров постоянно показывали, что происходит в других частях света. А многочисленные валютные кризисы прошлого десятилетия отчетливо демонстрируют, что никакая национальная экономика не может изолировать сама себя от действия глобальных сил. Международные валютные спекулян-

ты, имеющие в своем распоряжении многие миллиарды долларов, постоянно ждут возможности сделать свои ставки на рост или падение какой-нибудь валюты, когда признаки силы или слабости свидетельствуют о возможности получения прибыли.

Когда в сентябре 1992 г. Великобритания была вынуждена выйти из механизма валютных курсов Европейского валютного союза, не спекулянты вызвали слабость фунта стерлингов, однако своими продажами фунтов стерлингов в огромных количествах они серьезно обострили ее. Тот же самый процесс действовал и в том случае, когда спекулянты обратили свое внимание на валюты бывших «экономик-тигров» — стран Тихоокеанского Рима с высокими темпами роста — в 1997 г. и помогли их падению. В Великобритании большинство эмоциональных споров о том, присоединяться или нет к **единой европейской валюте**, велись вокруг предположения о том, что до тех пор, пока она оставалась вне этого процесса, страна сохраняла независимость в управлении своей экономикой. На практике решения по процентным ставкам и валютным курсам в Великобритании во многом ограничивались тем, что делали другие страны, даже если фунт стерлингов номинально оставался «независимым».

Наряду с этими очевидными последствиями глобализации существуют и другие риски, связанные с информационным взрывом. Не вся доступная информация заслуживает доверия или отличается точностью. Никто не в состоянии редактировать, подвергать цензуре или регулировать Интернет, а также зачастую трудно сказать, отражает ли информация, размещенная на веб-странице, сегодняшнее положение дел. Организации стараются разместить на своих электронных страницах самую последнюю благоприятную для них информацию. Они часто менее пунктуальны в снятии устаревших материалов. Всегда старайтесь проверить, каким числом датируется документ. Если даты на нем нет, будьте осторожны с его использованием. Помните, что организации предлагают ту информацию, которую они хотят вам предложить. Только очень часто они забывают включать такие пункты, как название организации, владеющей сайтом, ее физический адрес, и другую информацию, необходимую для установления *bona fides* данного сайта.

Веб-сайты часто являются находкой для индустрии по связям с общественностью. Организация может создать себе именно такой имидж, который она хочет, размещая лестные для себя материалы и решая не показывать менее благоприятные сообщения. Рост числа веб-сайтов значительно облегчил населению доступ к информации определенного типа. Парадоксально, что это может затруднить получение ответов на более необычные одноразовые информационные запросы. По-видимому, рост количества веб-страниц (за

редкими исключениями) сопровождался очень заметным ухудшением качества более традиционных информационных отделов или пресс-служб. Если ваш запрос не относится к числу тех, которые охватываются стандартной информацией на веб-сайте, в наши дни может оказаться значительно труднее найти кого-то, кто понимает ваш вопрос, не говоря уже о том, кто в состоянии ответить на него. Это побочная сторона мощного информационного взрыва.

Инвесторы также могут столкнуться с более специфической проблемой, связанной с проведением времени в интернетовских чатах, дискуссионных группах и тому подобных сообществах. Продавец поддельной или переоцененной акции легко может послать всем своим приятелям сообщение, в котором конфиденциально говорится, что эта акция представляет собой самое великое событие со дня сотворения мира. Стоит напомнить старую биржевую присказку: «Там, где сообщают конфиденциальную информацию, там выманивают деньги». Другими словами, тот, кто доверительно сообщает вам информацию об акции, часто сам их и продает.

Таким образом, инвесторы могут извлечь из «Всемирной паутины» как весьма ценную информацию, так и множество абсолютного хлама. Более того, возможность торговать акциями через Интернет открывает дорогу для таких видов, как «дневная торговля», уже широко распространенная в Соединенных Штатах и стремящаяся встать на ноги в Великобритании. Это игра со ставками на краткосрочные движения курсов акций на экране компьютера, которая — подобно любой другой азартной игре — иногда может привести к большим прибылям, но вероятнее всего окажется дорогой к неприятностям.

Информационный взрыв порождает еще один вид риска, который носит более тонкий и более скрытый характер. В изобилии информации о направлении движения цен на акции, о характере изменения индексов, о ставках дохода, доступных от разных видов инвестиций и т. д., эти цифры начинают жить своей собственной жизнью. Таким образом, инвестиции уменьшаются до игры с числами, в процессе которой инвесторы рискуют полностью потерять видение перспектив тех предприятий, на деятельности которых основываются эти цифровые данные. Они бросаются покупать ценные бумаги самых последних самозванных технологических компаний, потому что их активно покупают другие инвесторы, и поэтому цена идет вверх. Но если в основе этого повышения нет жизнеспособного бизнеса, все это в конечном итоге закончится слезами. Интернет-банк, по-видимому, может предложить очень конкурентоспособную ставку процента. Но кто стоит за ним, какими ресурсами он обладает, какими законами регулируется его деятельность и какие существуют гарантии безопасности для вкладчиков, если что-то пойдет не так?

Следовательно, Интернет может произвести революцию в деле доступности информации и в методах доступа на рынки, но он не изменяет фундаментальные принципы инвестирования или вопросы, которые будет задавать рассудительный инвестор. Как и в прежних изданиях, внимание в книге сосредоточено на объяснении вышеназванных принципов, объяснение преимущественно применительно к Великобритании. Это не означает игнорирование международного аспекта. Такие же принципы работают на всех рынках мира, хотя реальная практика будет немного отличаться в соответствии с местными условиями и традициями. Невозможно написать такую книгу, которая охватывала бы каждый из возможных вариантов.

Данная книга впервые предлагает источники в Интернете, связанные с информацией и услугами, которые могут быть полезны для инвесторов. Этот перечень не является исчерпывающим и необязательно предоставляет какое-то мнение о качестве конкретного интернет-сайта. В мире Интернета изменения происходят настолько быстро, что мнения и оценки — особенно отрицательные — могут быстро стать устаревшими. Упомянутые сайты входят в число тех, которые предлагают полезную для инвестора информацию и которые действительно оказались полезными в подготовке этой книги для нового, пятого издания. Наиболее важные сайты указаны как в конце главы, к которой они наилучшим образом подходят, так и в списке в главе 23 «Печать и Интернет: финансовые страницы», который включает в себя и несколько дополнительных сайтов. Один момент необходимо отметить особо: в прошлом большая часть информации от государственных органов, финансовых институтов и компаний была доступна только журналистам или другим людям, обладающим специальным допуском. Сегодня любой член общества с помощью Интернета может получить большинство подобной информации — пресс-релизы, пояснительные записки, статистическая информация — на соответствующем веб-сайте. Это ценный ресурс для любого, кто хочет немного глубже покопаться в финансовых делах, и это один из несомненных положительных моментов интернет-революции.

Мы впервые имеем дело с революцией, порожденной Интернетом, потому что она представляет собой наиболее драматическое изменение последних лет. Но с того времени, когда в 1995 г. вышло в печать предыдущее издание *How to read the financial pages*, произошли и другие важные перемены.

На национальном уровне к власти в 1997 г. после долгого периода правления консерваторов пришло новое, лейбористское правительство. Оно унаследовало здоровую экономику, которая по крайней мере успешно вросла в новое тысячелетие, хотя сфера услуг чувствовала себя значительно лучше по сравнению с традиционной обрабатывающей промышленностью. По сравнению

с большей частью послевоенного периода растущее беспокойство вызывала сила, а не слабость фунта стерлингов, особенно применительно к обрабатывающей промышленности. Одним из первых действий нового правительства было предоставление независимости Банку Англии в проведении монетарной политики, что повлекло за собой некоторые осторожные балансирующие шаги. На исходе века вновь произошел бурный рост цен на недвижимость, по крайней мере на юге страны. Более высокие процентные ставки учитывали инфляцию в ценах на жилье в южных районах. Но поскольку они способствовали поддержанию или повышению фунта стерлингов, это было последнее из того, чего хотела обрабатывающая промышленность.

Новое правительство в самом начале своего пребывания у власти также провело несколько важных изменений в системе корпоративного налогообложения. Поскольку эти изменения могли быть представлены по своей природе как технические, они не получили той степени освещения или комментариев, на которые рассчитывали. Благодаря поэтапному введению Системы Авансового Корпоративного Налога (*Advance Corporation Tax*) правительство фактически увеличило общее бремя налогов на прибыли компаний на несколько миллиардов фунтов стерлингов в год, преимущественно за счет ущерба пенсионным фондам. А за счет изменения расписания и ускорения уплаты компаниями Корпоративного Налога (*Corporation Tax*) оно также ввело изменяющийся штраф на корпоративные денежные потоки.

Вплоть до начала нового тысячелетия инфляция в Британии оставалась под строгим контролем, по крайней мере по сравнению с 1970—80-ми гг. Потребители больше не ожидали крупных автоматических повышений цен месяц за месяцем, хотя опыт отдельных групп товаров различался между собой. Такие технологические товары, как компьютеры, действительно с каждым месяцем становились все дешевле — не столько из-за падающих цен, сколько благодаря тому, что покупатели получали значительно больше за те же самые деньги с каждой новой моделью. Более низкая инфляция сопровождалась гораздо более низкими номинальными процентными ставками, чем те, к которым за предшествующие десятилетия привыкли инвесторы и потребители, хотя краткосрочные ставки — низкие по английским стандартам — были все же выше процентных ставок, которые применялись в еврозоне. То, что проценты по кредитам в Великобритании были значительно ниже, чем в прошлые годы, означало, что деньги сберегателей принесли им гораздо меньший доход. Более низкие долгосрочные процентные ставки предполагали, что любой человек, покупающий себе пенсию, получил значительно меньший доход, чем он получал бы от такой же суммы денег в недалеком прошлом.

Вопреки этим экономическим предпосылкам английский фондовый рынок во второй половине 1990-х гг. показал блестящие результаты, потерпев лишь временный и незначительный ущерб к концу 1998 г из-за проблем на некоторых развивающихся рынках, и в частности в России. К концу века ценные бумаги фармацевтических и технологических компаний разогревали рынок и толкали рыночные индексы все выше. Соответственно эти индексы не всегда предоставляли правильную картину рынка в целом. К концу 1999 г Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange) создала новый рынок в рынке для акций технологических компаний. Этот так называемый **Технорынок (techMARK)** стал работать исключительно со своими собственными индексами для технологического сектора. По мере приближения миллениума аппетита инвесторов на акции компаний, связанных с Интернетом, достигли лихорадочного ажиотажа, и рыночные новички, которые еще никогда не получали прибыли, оценивались во многие миллионы фунтов и видели, что цены на их акции стремительно растут выше (часто очень оптимистичных) цен первичного размещения. Подобно многим бумагам, которые вышли из-под контроля, этот подъем показывал все признаки приближения к будущей катастрофе.

Лондонская фондовая биржа в 1990-х гг. резко увеличила объем операций с иностранными ценными бумагами, а в 1997 г. внедрила новую систему торговли акциями наиболее крупных английских компаний (см. главу 6). Акции, принадлежавшие основным инвесторам, преимущественно «дематериализовались». Права собственности регистрировались в электронном виде, а торговля осуществлялась через новую электронную систему CREST, исключая тем самым массу бумажной работы и необходимость в новых сертификатах акций, когда акции меняли своих владельцев. Однако частные инвесторы могли, если хотели, продолжать использовать старую систему, основанную на бумажной форме ценных бумаг. Но предстояли еще более крупные изменения. В самом начале нового тысячелетия Лондонская фондовая биржа объявила о своих планах полного слияния со своим немецким партнером с целью сформировать новую структуру — IX, или **Объединенные биржи (Integrated Exchanges)**, — которая могла бы образовать ядро по-настоящему общеевропейской биржи.

Система контроля над финансовыми продуктами и финансовыми рынками в Британии на пороге нового века также претерпела трансформацию. Новый «суперконтролер», **Управление финансового надзора (Financial Services Authority)**, получил не только контрольные полномочия своего предшественника, Управления по ценным бумагам и инвестициям. На него также возлагалась ответственность за регулирование деятельности банков, строительных обществ и разных других финансовых учреждений.

Введение

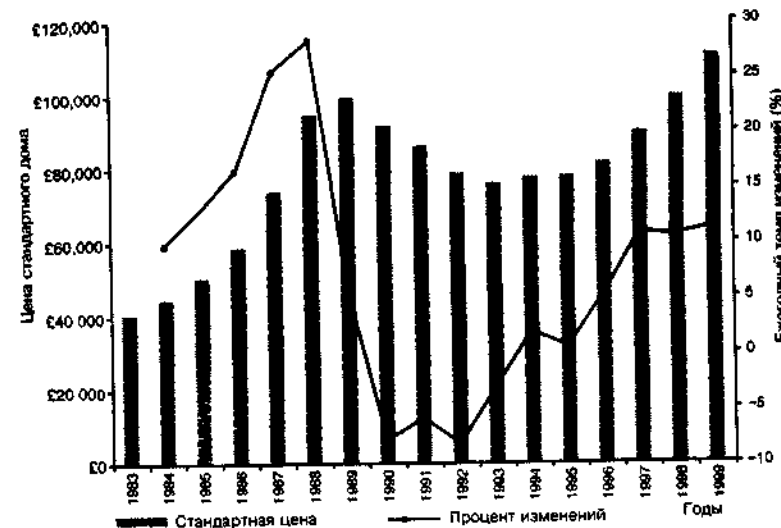


Рис 1 Цены на стандартные дома в Юго-Восточной Англии 1990-е гг. были десятилетием, которое разрушило иллюзию о том, что цены на дома могли двигаться только в одном направлении — вверх. За ростом цен конца 80-х гг. последовало резкое падение стоимости в первой половине 90-х, оставившее многих недавних покупателей с проблемами «отрицательной стоимости» (задолженность за дом была больше, чем он действительно стоил). Но во второй половине этого десятилетия цены на юго-востоке страны снова быстро двинулись вверх, и к концу тысячелетия официальные процентные ставки были частично подняты в попытке удержать стремительный рост цен на жилье. Источник: *Halifax plc*.

Длительный период экономического процветания, завершающий тысячелетие, представлялся комментаторам как интересная проблема, особенно применительно к Соединенным Штатам Америки — генератору мирового экономического роста, — а также и в отношении Великобритании. В прошлом период экономического роста обычно приводил к росту инфляции и необходимости ограничения экономической активности, дающей старт знакомому экономическому циклу в рамках политики «стоп-вперед» («stop-go»). Казалось, что в 1990-х гг. эта схема нарушилась, когда необычно продолжительный период роста, по-видимому, был достигнут без серьезных инфляционных всплесков. Возвещало ли это о новом экономическом порядке, сопровождаемом выигрышем в производительности в результате использования новых технологий, или неизбежный спад просто откладывался? В США население в целом отказывалось сберегать деньги, опираясь на ощущение процветания на основе стоимости, созданной все еще растущим фондовым рынком. Если бы фондовый рынок упал, стало бы это серьезным ударом для реальной экономики благодаря разрушению фактора хоро-

шего самочувствия, отказу от расходов и включению тормозов для экономического роста? Если так, следствием этого оказался бы спад в Великобритании и во всем остальном мире.

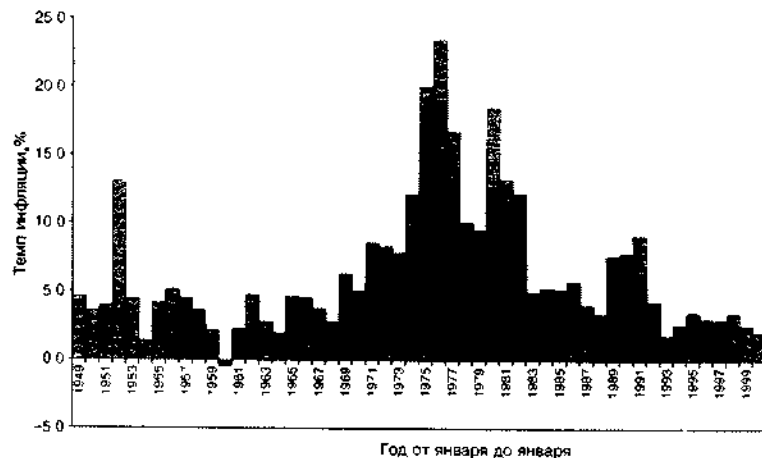


Рис 2 Индекс розничных цен — ежегодные изменения в процентах. Должна ли инфляция оставаться на низком уровне? К концу тысячелетия англичане год за годом ожидали лишь небольших повышений цен, а некоторые технологические товары, такие как компьютеры, все время дешевели. Но это сильно расходилось с типичным послевоенным опытом. Отбрасывая всплеск, вызванный в 1951–1952 гг. войной в Корее, инфляция росла с конца 1970-х гг. и достигла своего максимального значения на уровне около 25%. Безудержный бум конца 80-х гг. привел к возобновлению инфляции на пороге нового десятилетия, перед тем как Британия вступила в более спокойные времена. Источник: Office for National Statistics, Financial Statistics.

В Европе кульминацией старого века стало введение новой единой валюты — евро — в 11 странах — участниках Европейского союза в начале 1999 г. Британия осталась за пределами еврозоны, по крайней мере на ближайшее время. Общественные дебаты о плюсах и рисках присоединения к евро в основном проводились на обычном для английской политики уровне «да, нет и надо подумать», скрывающем факт существования реальных экономических «за» и «против». На мировых валютных рынках евро поначалу чувствовал себя плохо, потеряв 16% своей стоимости относительно доллара за первый год торговли. Эта слабость приводилась противниками присоединения к евро в Великобритании как свидетельство его ненужности. В действительности экономический цикл континентальных европейских стран отставал от цикла в Соединенных Штатах и Великобритании, и слабость валюты, возможно, была именно тем, что было нужно европейскому бизнесу для того, чтобы повысить свою конкурентоспособность на мировых рынках и выбраться из рецессии. Реальная проверка для евро была не за горами. Но в одной об-

ласти евро с самого начала ждал успех. На мировых рынках появились многочисленные выпуски облигаций, номинированные в евро, подкрепляющие довод о том, что новый валютный блок повысит эффективность привлечения капитала для своих членов.

На конец прошлого века пришелся сильный бум в сфере слияний (takeover), в процессе которого происходила перегруппировка отдельных предприятий и целых отраслей, часто выходящая за пределы национальных границ в интересах укрепления положения на глобальном рынке. В этот период самое большое в мире предложение, появившееся незадолго до конца 1999 г., на сумму £77 млрд от английской группы Vodafone Air-Touch, связанной с мобильной связью, о враждебном поглощении немецкой компании Mannesmann успешно завершилось.

Процесс дерегулирования (deregulation) финансовых рынков и финансовых институтов, уже зародившийся в последние два десятилетия XX в., продолжился и в третьем тысячелетии. Банки больше не ограничены в предоставлении банковских услуг, строительные общества сегодня не просто предоставляют ипотечные кредиты, а страховые компании больше уже не продают только страховку. Старые барьеры между различными видами бизнеса уничтожались или уже были разрушены. Если банки все же не продают замороженный горох, то супермаркеты уже предлагают целый ряд банковских услуг, и этот процесс продолжает развиваться. Банковские и страховые услуги, предоставляемые по телефону или через Интернет, бросили вызов (или служат в качестве дополнения) традиционным институтам. Издержки «новой финансовой свободы для всех» в Британии серьезным образом сказались на деятельности строительных обществ (building society), которые обеспечивали многие поколения англичан ссудами на покупку их домов. Многие из этих прежде взаимных организаций воспользовались преимуществами новых свобод, чтобы от своего собственного имени выйти на фондовый рынок или продаться какому-то действующему банку. Стимулом для этого было наличие свободных акций или «непредвиденные» наличные поступления, которые получили бы существующие кредиторы и сберегатели, плюс — что уж тут скрывать? — гораздо более высокие зарплаты и другие финансовые доходы, которые получали бы менеджеры в качестве директоров публичных (акционерных) компаний. Строительные общества, которые постарались сохранить свой взаимный статус, вели арьергардные бои.

Возросшая конкуренция среди продавцов финансовых продуктов принесла потребителям выгоды не только в виде более конкурентных процентных ставок и т. п. Это был еще не весь выигрыш. При наступлении нового тысячелетия многие тысячи сберегателей, которых убедили отказаться от своего права на совершенно

отличные профессиональные пенсионные схемы (pension) в пользу имеющих завышенную оценку индивидуальных пенсионных продуктов, все еще ожидали компенсации за те убытки, которые они понесли от нечестных или некомпетентных советов. А изобилие предлагаемых финансовых продуктов создавало свои собственные проблемы. Покупатели уже привыкли к маркетинговой линии поведения обычных продавцов: «Найдите где-нибудь дешевле, и мы возместим вам эту разницу». На практике продукт в одном магазине всего лишь слегка отличался по весу, составу или содержанию, тем самым мешая прямым сравнениям. Значительно труднее сделать выбор между конкурирующими финансовыми продуктами, каждый из которых обладает своими индивидуальными чертами и особенностями. Многие продавцы в финансовом секторе оказались слишком хорошо готовы к использованию возможностей «неразборчивого маркетинга».

Параллельно с процессом дерегулирования в финансовой сфере также активно происходил процесс «дезинтермедиации» («disintermediation») — избавления от посредников. Более крупные предприятия, которые в прошлом могли обратиться в банк за кредитом, теперь получили возможность собирать деньги прямо у инвесторов, выпуская на рынок свои ценные бумаги. А банки постарались компенсировать потерянный ими бизнес получением комиссионных доходов от организации эмиссий или размещения этих ценных бумаг на финансовых рынках. Кроме того, они занялись большим бизнесом в области изобретения и продажи так называемых производных финансовых продуктов (derivative) — деривативов. Это такие продукты, которые бизнес может использовать для собственной защиты в случае изменения ставок процента или валютных курсов: по сути, это своеобразная форма страховки. Другая сторона этой медали заключается в том, что эти же продукты могут использоваться спекулятивным образом для того, чтобы сделать большие ставки на движения валют или процентных ставок. Старейший английский торговый банк Barings обанкротился в начале 1995 г. в результате огромных убытков от неудачной спекуляции этими продуктами на рынках Дальнего Востока. Оставшиеся до конца века годы продемонстрировали большое число отдельных примеров многомиллионных потерь от операций с производными инструментами как у банков, так и у их корпоративных клиентов. Их негативные последствия в целом были невелики, хотя зачастую предсказывались более широкие неприятности для всей финансовой системы в целом.

Частные инвесторы в меньшей степени связаны с банковскими играми на финансовых рынках, а больше имеют дело с конкурирующими финансовыми продуктами и конкурирующими продавцами, которые ежедневно взывают к их вниманию. Для

них проблема поиска грамотного, беспристрастного совета вырастает в еще более серьезную проблему. К сожалению, за последние 10 лет скандалы, связанные с продажами убыточных пенсионных схем, не стали единственным злоупотреблением. До последнего времени многих получателей ссуды под недвижимость убеждали соглашаться на условия первоначального взноса, которые не отражали интересы покупателей, но в то же время приносили «жирные» комиссионные продавцам.

Юристы, бухгалтеры, лицензированные оценщики и другие профессионалы проходят многолетнюю подготовку, прежде чем они оказываются на публике. Не так обстоит дело с громадным числом мужчин и женщин, занятых продажей финансовых продуктов, чей оплаченный на комиссионной основе «совет» может иметь значительно более сильные последствия для благосостояния и покоя их клиентов. В нормальном мире от любого, кто на своей визитной карточке представлен как «финансовый консультант», требуется, по меньшей мере, наличие специального образования в области финансового менеджмента или аналогичной дисциплины. На практике слова «финансовый консультант» следует воспринимать просто как «торговый агент».

Учитывая дефицит разумного, беспристрастного совета, отдельные люди обращаются только к своим собственным ресурсам и возможностям. Полезным правилом перед приобретением финансового продукта или акции является проверка предположения, лежащего в основе ее цены. Какую ставку дохода должен будет получить продавец сберегательного продукта от ваших денег, чтобы обеспечить вам тот доход, который он обещает? Если кажется, что он предлагает слишком низкую ставку, вы можете не получить своего процента — слишком большая часть дохода будет уходить ему, а не вам. Если он, как вам кажется, предлагает необычно высокий доход, его обещание может оказаться подозрительным. А когда вы прочитаете информацию об интернет-компании, цены на акции которой взлетают в стратосферу, просто посчитайте на обратной стороне почтового конверта, какие прибыли необходимо заработать компании, чтобы оправдать свою рыночную стоимость. Эта процедура может помочь вам спуститься на землю, даже если самим акциям потребуется немного больше времени, чтобы подчиниться действию законов гравитации.

Главным из всех ресурсов, доступных обычным людям, является информация, которую они могут получить из финансовых страниц газет, из средств массовой информации, а сегодня еще и из Интернета. Но сама по себе информация без достаточного знания основных принципов, делающих возможными ее понимание и использование, представляет собой ограниченную помощь. Именно в этом и призвана помочь книга «Как читать финансовую информацию».

Глава 1. Основные принципы

Когда вы пишете о деньгах, вы не можете полностью избежать технических терминов. Вначале необходимо разобраться с простейшими терминами и понятиями. Они будут неожиданно появляться снова и снова.

Основопологающей для всех финансовых рынков является идея получения дохода (**earnings**) на деньги. Деньги должны работать для своего владельца. Здесь — игнорируя на некоторое время отдельные налоговые сложности, которые вырастают на практике, представлены некоторые способы, позволяющие это делать:

- Вы депонируете £1000 в банк, который выплачивает вам 5% годовых. Другими словами, ваш капитал в £1000 приносит вам £50 в год, которые и составляют доход (**return**) на ваши деньги. Когда вы захотите взять вашу £1000 обратно, вы получаете £1000 плюс все накопившиеся проценты, не больше и не меньше. При условии, что ваш банк или строительное общество не собираются обанкротиться, ваш капитал в £1000 не подвержен риску, за исключением инфляции, которая может каждый год уменьшать **покупательную способность (purchasing power)** этих денег.
- Вы можете купить золотой слиток стоимостью £1000, потому что вы рассчитываете на рост цен на золото. Скажем, если цена золота по истечении года выросла на 20%, вы можете продать ваше золото за \$1200 и получить **прибыль (profit)** или **прирост капитала (capital gain)** в £200 на ваше капиталовложение в \$1000. Другими словами, вы получите на свои деньги доход в 20%. Если же цена на золото не изменится, то вы не заработаете ровным счетом ничего, потому что товары вроде золота не приносят процентов.
- Вы используете ваши £1000 для покупки **ценных бумаг (securities)**, которые обращаются на фондовом рынке. Обычно это будут **государственные облигации (government bonds)** (известные как **золотообрезные ценные бумаги (gilt-edged securities)**, или **gilts**) или **обыкновенные акции компаний (ordinary shares)**. Первые почти всегда предлагают **процентный доход (income)**; вторые обычно также предлагают его. Традиционные золотообрезные бумаги с государственными

гарантиями приносят фиксированную ставку процента. По обыкновенным акциям обычно выплачивается **дивиденд (dividend)** из тех прибылей, которые зарабатывает компания. Если прибыли компании растут, дивиденды, вероятно, увеличатся, но нет никаких гарантий, что эти дивиденды вообще будут. Если компания терпит убытки или испытывает недостаток наличных средств, она может оказаться вынужденной прекратить выплату дивидендов. Но когда вы покупаете ценные бумаги, которые торгуются на фондовом рынке, доход на вашу тысячу фунтов не ограничивается процентом или дивидендом, которые вы получаете. На фондовом рынке цены этих ценных бумаг также будут расти и падать, и ваша первоначальная инвестиция в £1000 соответствующим образом будет стоить больше или меньше. Поэтому вы принимаете на себя **риск прироста капитала или капитальных убытков (capital losses)**. Предположим, вы покупаете на £1000 обыкновенные акции, которые приносят вам ежегодный дивиденд в сумме £30. Вы получаете прибыль, или **дивидендный доход (dividend yield)**, на ваши инвестиции в 3% в год (£30 в процентах от £1000). Если по истечении года рыночная стоимость ваших акций стоимостью £1000 фунтов выросла до £1070, вы можете продать их с **приростом капитала в £70** (или 7% прибыли на первоначальное вложение капитала). Поэтому ваш **общий доход (overall income)** за год (до уплаты налогов) состоит из £30 процентного дохода и £70 прироста капитала: всего получается £100, или 10% общего дохода на вашу первоначальную инвестицию в £1000. Инвесторы в целом готовы получать гораздо более низкие первоначальные доходы по акциям, чем по бумагам с фиксированным процентом, потому что они рассчитывают на его рост (и соответственно **стоимость капитала (capital value)** в виде акций) в будущем. Большинство инвесторов, которые вкладывают деньги в обыкновенные акции, стремятся к приросту капитала по крайней мере в такой же степени, как к росту дохода. Заметим, что если вы покупаете ценную бумагу, то берете на себя и риск падения цены, будь это государственная облигация или акция. Но в случае государственных облигаций государство по крайней мере гарантирует доход. В случае с акциями существует второй слой риска: компания может не получить достаточной прибыли или столкнуться с нехваткой наличности для выплаты дивидендов.

Наконец, вы можете просто вложить эти £1000 в свой бизнес. Так как эта возможность с самого начала не влечет за собой использования финансовых рынков, мы проигнорируем ее.

Итак, подведем итог: деньги могут быть вложены для получения дохода; они могут использоваться для покупки товаров, стоимость которых, как ожидается, вырастет, а возможно и нет (включая ваш собственный дом); или могут быть прямо или косвенно инвестированы в ценные бумаги фондового рынка, которые обычно приносят доход, но также могут приносить капитальные прибыли и убытки. В каждом из этих направлений существует множество вариаций. Но помните о принципах, и все встанет на свои места.

Рынки и процентные ставки

Для каждого вида инвестиций и для множества производных от них инструментов существует рынок (market). Такой рынок имеется и в Лондоне. Это не какое-то физическое место для торговли: сделки заключаются по телефону, а цена, которую заемщики платят за пользование деньгами, — это процентная ставка. Есть рынок для валют (currencies) — валютный рынок (foreign exchange, или forex). Существуют рынки товаров (commodities). Имеются также рынки государственных облигаций и корпоративных акций: основным внутренним рынком здесь выступает Лондонская фондовая биржа. Большинство из того, что вы читаете на финансовых страницах, касается именно этих рынков, их движения и инвестиций, которые с ними связаны.

Никакой из рынков не является совершенно независимым от других. Связующим фактором выступает цена денег (cost of money) (или доход, который инвестор может получить на свои деньги, что является обратной стороной той же монеты). Если процентные ставки растут или падают, то, скорее всего, возникнет волнение на всех финансовых рынках.

Это самый важный механизм в финансовой сфере, и он стоит за большинством из того, о чем пишет финансовая пресса: от обсуждения ставок по вкладным до причин изменений на рынке золотообрезных государственных бумаг. Деньги будут притягиваться туда, где они принесут самый хороший доход, соответствующий тому риску, который инвестор согласен взять на себя, и тому промежутку времени, на который он может связать свои деньги. Вот несколько общих правил:

- Чем больше денег вы должны инвестировать, тем выше доход, который вы можете ожидать.
- Чем дольше срок, на который вы согласны связать свои деньги, тем выше доход, который вы можете ожидать.
- Чем больше риск, который вы согласны взять на себя, тем выше доход, на который вы вправе рассчитывать, если все пойдет хорошо.

Однако заметим, что основные факторы, влияющие на краткосрочные процентные ставки, не всегда совпадают с теми, которые влияют на долгосрочные ставки, хотя эти два набора факторов будут взаимодействовать между собой (см. далее). Статьи в прессе должны четко указывать, с каким типом процентных ставок они имеют дело.

Разный доход на разные инвестиции

В пределах финансовой системы существуют различные уровни доходности вложений, которые отвечают разным потребностям инвесторов. Процентные ставки (interest rates) могут быстро изменяться, и все реальные примеры, которые мы используем, могут быстро устаревать. Поэтому нам безопаснее воспользоваться гипотетическими примерами. Итак, инвестор может согласиться с доходом в 4% или меньше на свои деньги, помещенные на краткосрочный банковский депозит. Низкая ставка процента — это цена безопасности и удобства. В то же самое время он может ожидать получения 5%, если согласится предоставить свои деньги в кредит сроком на один год. А если он согласен воспользоваться шансом на прирост или убыток капитала за счет покупки золотообрезной ценной бумаги на фондовом рынке, то он мог бы рассчитывать на доход, скажем, в 6,5%.

Однако указанные доходы, доступные для инвесторов, будут расти и падать вместе с изменениями цены денег в Британии и за рубежом. Что вызывает эти изменения, это уже другое дело. На данный момент достаточно отметить, что есть моменты, когда деньги стоят дешево (процентные ставки низкие), и периоды, когда деньги обходятся дорого (процентные ставки высокие).

Предположим, что процентные ставки растут. Инвестор, который был согласен на 4% за свои деньги и возможности быстро получить их на руки, вправе ожидать более высокого дохода, чтобы соответствовать процентным ставкам, предлагаемым где-нибудь в другом месте. Поэтому процентная ставка по краткосрочным депозитам может быть поднята хотя бы до 5%. Аналогичным образом тот инвестор, который собирался связать свои деньги сроком на один год, больше не соглашается на 5%. Он согласится отдать свои деньги в кредит сроком на один год, только если ему предложат, скажем, 6%. Поэтому всякий, кто готов взять годовой кредит, должен предложить кредиторам более высокую ставку процента.

Для наших рассуждений точные размеры ставок не имеют значения. Суть в том, что, когда одна процентная ставка заметно изменяется, большинство других ставок обычно будут изменяться в том же самом направлении. Но при этом все же будет сохраняться разница между ставкой, которую получает инвестор, если

он размещает свои деньги на несколько недель, и той ставкой, которую он получает за отказ от своих денег на один год, хотя величина этой разницы также может измениться. Обычно обе ставки будут повышаться, если процентные ставки в целом растут.

Различие возникает чаще между поведением **краткосрочных (short-term)** и **долгосрочных (long-term) процентных ставок**. Правительство может манипулировать краткосрочными процентными ставками, чтобы решить определенные экономические задачи. Например, ставки могут быть подняты, чтобы остановить экономическую активность в случае перегрева экономики или для поддержания стоимости валюты, если она демонстрирует признаки нежелательной слабости. Более долгосрочные процентные ставки — например, доходность облигации с десятилетним сроком погашения — больше зависят от долгосрочных **инфляционных** ожиданий инвесторов. Если инвесторы считают, что инфляция демонстрирует тенденцию к долгосрочному падению, то возможна ситуация, при которой доходность долгосрочных облигаций падает ниже ставок процента по краткосрочным деньгам, которые сознательно поддерживаются на высоком уровне, чтобы предотвратить бесконтрольный бум.

Альтернативная стоимость денег

Есть еще одно понятие, которое нам нужно объяснить на данном этапе — это **альтернативная стоимость денег (opportunity cost of money)**. Предположим, что вы могли бы совершенно безопасно положить свои деньги в банк на один год под фиксированную ставку 5%. По истечении года инвестированные вами £100 выросли до £105 с учетом накопленного процента (мы снова не учитываем налоги). Если вы решаете поступить со своими деньгами как-то иначе, вы теряете возможность безо всякого риска заработать эти 5%. Поэтому 5% представляют собой альтернативную стоимость денег. Использовать свои деньги другими способами имеет смысл только в том случае, если вы сможете получить доход выше 5% годовых. Допустим, в качестве инвестиции вы покупаете картину за £100 в надежде через год продать ее с прибылью. Это имеет смысл только в случае возможности продать ее дороже, чем за £105. Если вы раздумываете об инвестициях в производство, вам нужно нацеливаться на доход выше 5% (а на практике он должен быть значительно больше). Изменения в процентных ставках меняют альтернативную стоимость денег и имеют глубокие последствия для целого ряда инвестиционных решений.

Родственным понятием альтернативной стоимости является концепция **временной ценности денег (time value of money)**. Если вы можете получить доход в 5%, то сегодня можно инвестиро-

вать £1, чтобы год спустя он вырос с учетом накопленного процента до £1,05. Эта сумма в £1,05 впоследствии может быть инвестирована еще на один год под те же 5% и вырасти до £1,103. И так далее. Таким образом, мы могли бы сказать, что при **ставке сложного процента (compound interest rate)** (см. глоссарий) 5% годовых сумма £1,103, полученная через два года, обладает такой же ценностью, что и £1 сегодня, поскольку сегодняшний £1 вырос бы за два года как раз до £1,103. Таким образом, при годовой ставке 5% £1,103 — это **будущая стоимость (future value)** £1 через два года. Если перевернуть это высказывание, то £1 — это **текущая стоимость (present value)** суммы £1,103, которая будет получена через два года.

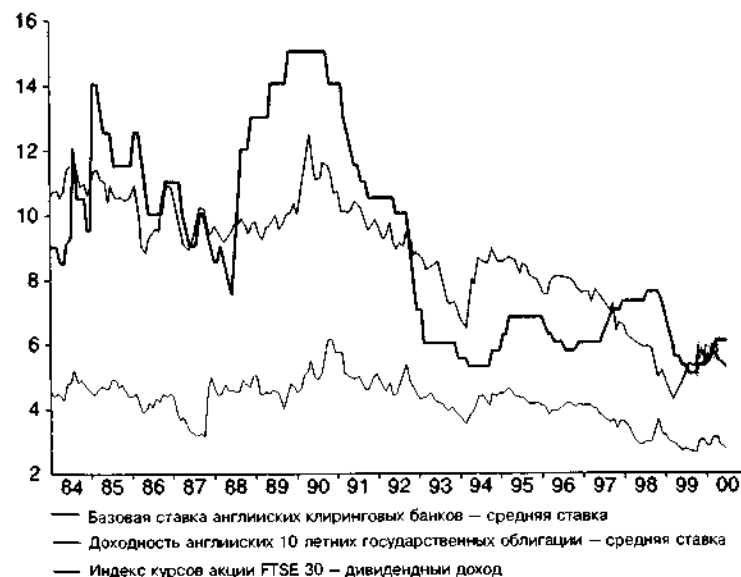


Рис. 11 Как сравниваются доходности. Как доходности по разным видам инвестиции влияют друг на друга. Жирная линия отражает величину краткосрочных процентных ставок, представленных базовой ссудной ставкой английских клиринговых банков. Вторая линия отражает показатель более долгосрочных процентных ставок в виде доходности 10-летних государственных облигаций. А нижняя линия показывает дивидендный доход по обыкновенным акциям из Индекса курсов акций FT 30. Иногда выше краткосрочные ставки, а в другое время выше долгосрочные в зависимости от экономических и политических обстоятельств. Но в целом ясно, как доходы по различным инвестициям воздействуют друг на друга и что они двигаются по вполне схожим траекториям. Источник: *Datastream*.

Другими словами, даже если мы забываем об инфляции, деньги, полученные в будущем, стоят меньше, чем аналогичная сумма денег сегодня. При ставке процента 5% (или учетной став-

ке, или **норме дисконта (discount rate) 5%**) текущая стоимость £1, который подлежит получению через год, составляет £0,952, поскольку именно £0,952 — это та сегодняшняя сумма, которая бы выросла до £1 через один год при ставке 5% годовых. При норме дисконта 10% текущая стоимость £1, которая подлежит получению через год, составляет только £0,909. И так далее.

В сущности, большинство инвестиций — это выплата единовременной суммы сегодня в обмен на право получения одной или нескольких сумм в будущем. Поэтому, если кто-то говорит, что через год он отдаст вам £1, сколько бы вы могли позволить себе заплатить за это сегодня? Если вы рассчитываете получить на ваши деньги доход в 5%, вы бы дисконтировали сумму по учетной ставке 5% и обнаружили, что могли позволить себе заплатить £0,952. Если вы рассчитываете на доход в 10%, вы бы провели дисконтирование с использованием нормы дисконта 10% и нашли бы, что можете заплатить только £0,909. Подобные расчеты — на значительно более сложном уровне и применяемые к целому ряду будущих поступлений — лежат в основе многих инвестиционных расчетов. Приведенные выше примеры иллюстрируют последствия изменений процентных ставок по многим видам инвестиций. Когда растут процентные ставки, доходы, которые ожидают получить инвесторы, также растут, поэтому (при прочих равных условиях) цена, которую они могут позволить заплатить за данную инвестицию, будет падать.

Процентные ставки и цены облигаций

Процесс данного взаимодействия мы сможем рассмотреть на примере рынка облигаций. Изменение процентных ставок имеет важные последствия для рыночных цен облигаций, по которым выплачивается фиксированный процент. **Облигации с фиксированной ставкой процента (fixed-interest securities)**. Наиболее известными из них являются традиционные **золотообрезные бумаги**, выпускаемые правительством (**gilt-edged securities**), хотя компании тоже эмитируют облигации с фиксированным доходом.

Особо надежные первоклассные бумаги, которые также известны как государственные ценные бумаги или государственные облигации, представляют собой долговое обязательство **IOU** (я вам должен) или **простой вексель (promissory note)**, выпускаемый правительством, когда ему необходимо занять деньги. Государство обязуется выплачивать процент тем людям, которые вложили деньги и которые в обмен получили это долговое обязательство. Обычно государство соглашается оплатить (**погасить, redeem**) эту ценную бумагу когда-то в будущем, но

для иллюстрации механизма процентных ставок легче всего сначала взять **бессрочную (irredeemable или undated)** бумагу, которая не должна погашаться. Первоначальные инвесторы, которые дают деньги в долг государству путем приобретения долгового обязательства, не собираются владеть ими бесконечно. Смысл приобретения таких бумаг появляется тогда, когда они могут продать их другим инвесторам, у которых после этого возникает право на получение процентов от государства.

Предположим, что правительство нуждается в деньгах в то время, когда инвесторы рассчитывают получить доход в 6,5% по золотообрезным бумагам. Правительство должно предложить годовой процент в сумме £6,50 на каждые взятые займы £100. Инвестор готов заплатить £100 за право получать в виде годовых процентов £6,50, поскольку это составляет 6,5% от его капиталовложения.

Далее, допустим, что процентные ставки растут до уровня 7% годовых по государственным ценным бумагам. В этом случае инвестор больше не будет платить £100 за право получать в год доход в £6,5. «Правильная» цена в этом случае находится в районе £93, поскольку лишь £93 дает право получать доход в £6,50 в год при процентной ставке в размере 7% годовых (6,50 как процент от 93). Итак, на фондовом рынке цена бессрочной государственной бумаги, которая приносит £6,50 в виде годового процента, упала бы примерно до £93, прежде чем инвесторы согласятся ее купить. Первоначальный инвестор, который заплатил £100, видит, что стоимость его инвестиции падает из-за роста процентных ставок. И наоборот, стоимость инвестиций выросла бы, если процентные ставки упали.

Это одна из причин того, почему в финансовой прессе так много комментариев о перспективах процентных ставок. Более высокие процентные ставки означают более высокие издержки заимствования для компаний и частных лиц. Они также могут означать убытки для сегодняшних инвесторов в облигации с фиксированной процентной ставкой.

Рынки учитывают будущие события

На практике движения цен фондового рынка более сложные, чем предполагалось ранее, и существует другой жизненно важный принцип, который надо учитывать. Рынки ценных бумаг всегда смотрят вперед и **дисконтируют** будущие события или ожидания инвесторов в отношении наступления этих событий. Цены бумаг на рынках облигаций не падают и не растут просто в ответ на фактические изменения процентных ставок. Если инвесторы считают, что процентные ставки собираются в бли-

жайшем будущем вырасти, они, возможно, начнут продавать ценные бумаги с фиксированным процентным доходом. Поэтому продавцов будет больше, чем покупателей, и рыночная цена начнет снижаться до того, когда действительно произойдет корректировка процентных ставок. Аналогичным образом инвесторы начнут приобретать бумаги с фиксированным доходом, если они думают, что процентные ставки собираются падать. Они планируют получить прибыль в тот момент, когда произойдет снижение процентных ставок, и рыночные цены опустятся вниз, чтобы отразить новые более низкие процентные ставки. Весь процесс получения прибыли на фондовых рынках состоит в том, чтобы соображать лучше (или быстрее), чем те, кто находится рядом с вами.

Что такое рынок?

Отчеты в прессе склонны говорить, что «рынок сделал то» или «рынок ожидает хороших новостей на экономическом фронте», как если бы рынок был живым существом со своим собственным умом. Разумеется, это не так. Чтобы понять отчеты о поведении рынка, вы должны понимать, как работает рынок.

Рынок — это просто механизм, который позволяет отдельным людям или организациям торговать друг с другом. Это может быть реальный рынок — торговый зал, где продавцы и покупатели или их представители могут встречаться и торговать лицом к лицу. Или это может быть просто сеть из покупателей и продавцов, которые общаются друг с другом по телефону или через экран компьютера. Принцип во многом тот же самый.

При любом типе рынка покупатели и продавцы (или **брокеры (brokers)**, действующие в качестве их агентов) могут вести дела между собой напрямую или они могут заключать сделки через посредника, известного как **маркетмейкер (marketmaker)**. Если они взаимодействуют напрямую, каждый воображающий себя покупателем должен найти соответствующего контрагента, мнящего себя продавцом. Джон Смит, который хочет продать, должен определить Тома Джонса, который хочет купить. Если есть маркетмейкер, Джон Смит будет продавать этому маркетмейкеру, который покупает за свой собственный счет (действует как **принципал (principal)**) в надежде, что позднее он сможет найти Тома Джонса, которому он сможет продать купленное с прибылью. Маркетмейкеры **принимают заявки (make a book)** на акции и облигации. Они покупают акции в надежде найти кого-то, чтобы продать, или продают акции (которых у них может и не быть) в ожидании найти кого-то, у кого они могут купить, чтобы **сбалансировать свои заявки (balance their books)**. В любом

случае они живут за счет разницы между ценами, по которым они покупают и продают. Маркетмейкеры (в реальной жизни ряд из них обычно будут конкурировать друг с другом) обеспечивают рынку **ликвидность (liquidity)**, или подвижность. Потенциальный покупатель всегда может покупать без необходимости ждать до тех пор, пока он найдет потенциального продавца; ценные бумаги могут с легкостью превращаться в наличные деньги. **Лондонская фондовая биржа** традиционно использовала торговую систему встроенных маркетмейкеров. Но сегодня эта система находится в процессе изменения, по крайней мере применительно к акциям крупнейших компаний.

Рыночная цена ценной бумаги (или чего-то еще) отражает равнодействующую взглядов всех возможных покупателей и продавцов на отдельном рынке. Именно это в действительности и имеют в виду комментаторы, когда они говорят: «Рынок посчитал...». Они описывают господствующее мнение тех, кто работает на рынке. Нижеприведенный пример поможет нам показать, как это происходит в случае с ценными бумагами.

Как растут или падают цены

Предположим, что ценная бумага (это может быть государственная облигация, которую мы рассматривали раньше) **держится на рынке (stand at the market)** по цене £90. Это последняя цена, по которой она сменила своего владельца. Допустим, что в наличии имеется только десять подобных бумаг и есть семь инвесторов, которые думают, что цена слишком высокая, и хотели бы продать их по цене £90, но всего три инвестора готовы купить их по такой цене. Если цена остается на уровне £90, только три продавца могли бы найти покупателей, и на рынке осталось бы неудовлетворенное желание продать.

Предположим, что установилась новая цена £89. На этом уровне один из предыдущих продавцов решает, что бумага больше не является дорогой, и он вполне может ее поддержать, в то время как другой инвестор решает, что ее стоило бы купить по этой более низкой цене. Теперь есть шесть продавцов и четыре покупателя. Равновесия все еще нет.

Теперь предположим, что цена равна £88. Другой потенциальный продавец изменяет свое мнение, если он может выручить только £88, тогда как другой инвестор предполагает, что теперь она стала привлекательной, и при этой более низкой цене превращается в потенциального покупателя. Теперь существует пять продавцов и пять покупателей, так что все претендующие на роль покупателя могут купить, а все представляющие себя продавцами могут продать. Поэтому при цене £88 достига-

ется равновесие (equilibrium), которое держится до тех пор, пока не произошло нечто, что убедит некоторых инвесторов снова изменить свое мнение.

Если на рынке действуют маркетмейкеры, они, возможно, понизят свои котировки с £90 до £88 — цены, при которой они могут сбалансировать свои заказы (balance their book), приведя в соответствие количество продавцов и покупателей. Хотя их действия на практике носят более сложный характер (см. главы 6 и 7), и они также назначают спрэд (spread) между ценой, по которой они согласны продавать, и той, по которой они будут покупать. Чтобы этот принцип хорошо выполнялся, цены должны изменяться в сторону точки, где в данный момент времени существует равновесие между продавцами и покупателями.

Этот принцип действует на всех рынках, а не только на рынках ценных бумаг. На денежных рынках (money market) банки будут корректировать процентные ставки, по которым они предлагают ссуды и по которым они принимают вклады, пока не установят нужный баланс между теми, кто готов ссудить, и теми, кто хочет занять. Строительные общества вынуждены корректировать ставки, которые они платят вкладчикам, и ставки, которые они берут с заемщиков, чтобы удержать равновесие между теми деньгами, которые к ним поступают, и теми суммами, которые они выдают в виде ипотечных кредитов. На валютных рынках (foreign exchange markets) стоимость фунта стерлингов будет искать тот уровень, при котором существует равновесие между теми, кто хочет купить фунты, и теми, кто хочет их продать. Свободные рынки товаров, золота в слитках и офисных помещений в лондонском Сити характеризуются таким же взаимодействием продавцов и покупателей.

Первичные и вторичные рынки

Ценные бумаги с фиксированной ставкой процента и обыкновенные акции являются основными объектами торговли на рынках ценных бумаг (securities markets), а Лондонская фондовая биржа — это главный национальный рынок ценных бумаг. Покупая или продавая, инвесторы помогают — прямо или косвенно — обеспечить финансирование, в котором нуждаются правительство или промышленность. Почему мы говорим — «прямо или косвенно»? Поскольку фондовый рынок состоит из первичного рынка (primary market) и вторичного рынка (secondary market).

Первичный рынок — это рынок, на котором правительство, компании или другие организации могут продать новые ценные бумаги инвесторам, чтобы собрать наличные средства. Вторичный рынок — это рынок, на котором инвесторы могут покупать

или продавать эти ценные бумаги друг другу. Покупка или продажа на вторичном рынке не оказывает непосредственного воздействия на финансы государства или компаний. Но если бы инвесторы не знали, что они могут купить или продать бумаги на вторичном рынке, то они вполне могли бы отказаться вкладывать свои деньги в покупку ценных бумаг государства или частных компаний на первичном рынке, когда те впервые эмитируются. А цены, которые устанавливаются в результате покупки и продаж инвесторами на вторичном рынке, помогают определить ту цену, которую правительство и компании получают в следующий раз, когда им потребуется продать следующие бумаги на первичном рынке. Таким способом цены вторичного рынка определяют ту цену, которую должна заплатить компания, чтобы собрать новые деньги. В разумных пределах ликвидный вторичный рынок обычно является жизненно необходимым для существования здорового первичного рынка.

Процентные ставки и валюты

У процентных ставок есть и другая сторона: во время изменчивых валютных курсов (exchange rates) между различными валютами (currencies) взаимодействие между процентными ставками и ценностью валют (или паритетами (parities)) занимает господствующее положение во многих финансовых комментариях. Инвестиции все больше становятся интернациональными. Инвесторы в своих поисках наибольших доходов рассматривают различные возможности, доступные не только в пределах своей собственной страны, но и обращают внимание на относительную привлекательность разных стран в качестве гавани для своих средств.

Если Британия предлагает более высокие ставки процента, чем, скажем Соединенные Штаты или Швейцария, то международные инвесторы могут прельститься возможностью инвестировать средства в Великобритании. Это означает, что им потребуется обменять любую валюту, которая у них есть, на фунты стерлингов, чтобы разместить деньги на депозитах или купить ценные бумаги в Великобритании. Следовательно, они будут покупать фунты на валютном рынке. Если покупка фунтов стерлингов превышает их продажу, то стоимость фунта (value of the pound) (цена фунта стерлинга, выраженная в других валютах), вероятно, вырастет.

Процентные ставки не являются единственным фактором, влияющим на стоимость валюты. А общий доход (overall return), который получает иностранный инвестор, когда он инвестирует в Британии, зависит не только от доходности, которую могут

принести его деньги, но и от изменений курса самого фунта стерлингов. Если фунт растет относительно его национальной валюты, он получает прибыль от такого изменения стоимости фунта. Если он падает, инвестор терпит убыток. Поэтому его общий доход представляет собой комбинацию доходности (*yield*), которую он может получить от инвестирования в Великобританию, и прибыли или убытков, которые он получает от движения курса валюты.

Каким бы ни был уровень процентных ставок в Великобритании, иностранные инвесторы не будут инвестировать, если они ожидают, что курс валюты резко упадет по каким-то другим причинам. Но процентные ставки все же являются важным инструментом для привлечения инвесторов к покупке фунтов для инвестирования в Британию.

Последствия роста процентных ставок

Теперь посмотрим на некоторые последствия роста процентных ставок в финансовой системе. В описании этих эффектов различные газеты будут подчеркивать разные аспекты в соответствии с интересами тех читателей, для которых они предназначены.

Более высокие процентные ставки, возможно, означают:

- повышение издержек заимствования (*borrowing*) для промышленности, означающее, что прибыли у многих компаний будут ниже, чем были бы в противном случае, и что компании могут в меньшей степени стремиться занимать деньги для инвестиций в новые проекты;
- рост альтернативной стоимости (*opportunity cost*) владения беспроцентными активами, такими как золото или товары (владение ими теоретически становится более дорогим, поскольку при более высоких процентных ставках вы больше теряете в результате отказа от получения процентов на ваши деньги);
- более высокие ежемесячные платежи по ипотечным (*mortgage payments*) для покупателей домов, отнимающие более значительную часть их располагаемого дохода и оставляющие им меньше средств на расходы;
- более дорогие овердрафты (*overdrafts*) и кредиты частным лицам (*personal loans*), а также более высокие процентные ставки по кредитным картам (*credit card*), что, возможно, заставит потребителей уменьшить свои траты;
- падение стоимости золотообрезных бумаг или других облигаций с фиксированным процентом на фондовом рынке, если только инвесторы не считают, что рост процентных

ставок носит кратковременный характер или если цены уже не упали в ожидании этого события;

- возможное снижение стоимости **обыкновенных акций** на фондовом рынке (хотя в этом случае механизм имеет более сложный характер, чем в случае с рынком государственных бумаг — см. далее);
- рост доходов, которые **инвесторы и сберегатели** ожидают получить на свои деньги;
- укрепление (при прочих равных условиях) **стоимости фунта стерлингов**, так как инвесторы покупают фунты для инвестирования в Великобританию и используют преимущество для получения более высоких доходов от депонирования денег в Британию или покупки облигаций, стоимость которых выражена в фунтах.

В популярной прессе именно эти последствия для отдельных людей, а особенно для домовладельцев, порождают следующие заголовки: «Стоимость закладных взлетела до небес». Качественная пресса, возможно, тоже упомянет о последствиях для закладных. В стране, где многие обычно видят основной смысл экономической безопасности в возможности продажи своих домов друг другу по все возрастающим ценам, никто не собирается игнорировать покупателя домов. Но более серьезные газеты также будут анализировать последствия роста процентных ставок для фунта стерлингов, промышленности, фондового рынка и для перспектив экономического роста. В *Financial Times*, которая регулярно освещает фактически каждый финансовый рынок, эти последствия будут упоминаться на большинстве страниц газеты.

Долг и капитал

Большинство повседневных заметок в финансовой прессе касается рынка ценных бумаг и тех инвестиционных активов, которые на них обращаются. До сих пор мы говорили преимущественно о рынке облигаций (рынке долгосрочного долга, особенно рынке государственных золотообрезных бумаг, на котором торгуют собственно государственным долгом). Но это приводит нас к другому фундаментальному понятию — разнице между долгом (*debt*) и капиталом (*equity*).

Часть денег, в которых нуждаются компании, они обычно получают за счет прибылей, которые оставляют в бизнесе. Но, оставляя на время в стороне **финансовые средства, имеющие внутреннее происхождение (internally generated funds)**, рассмотрим иные возможности получения средств компанией

Во-первых, она может просто взять кредит в банке или где-нибудь еще. Обычно деньги должны быть возвращены в ус-

тановленные сроки, при этом первоначальному кредитору должны выплачиваться проценты. Этот процент может выплачиваться в виде **переменной (variable)** или **плавающей (floating)** ставки: он растет или падает в зависимости от изменений в общем уровне процентных ставок в стране. Он может начисляться и по **фиксированной ставке (fixed rate)**, при которой ставка процента остается одинаковой в течение всего времени срока ссуды.

Во-вторых, компания может **оформить ссуду (issue a loan)** в виде ценных бумаг. Другими словами, она выпускает долговое обязательство и предлагает его инвесторам в обмен на деньги тем же самым способом, как это делает правительство на рынке государственных бумаг. Обычно компания соглашается выплатить — **погасить (redeem)** — указанный кредит в некоторый момент в будущем. Как правило, этот долг может обращаться на фондовом рынке таким же образом, как и золотообрезные бумаги. Инвестор, который первоначально вложил деньги, не обязан владеть данным долговым обязательством до момента его погашения. Если он хочет получить деньги раньше установленного срока, то у него есть возможность продать имеющиеся у него обязательства кому-то еще. Он может получить за них меньше, чем заплатил, или он может продать их с прибылью. Компания просто выплачивает оговоренный процент любому, кто владеет долговыми обязательствами, а в конечном итоге выплачивает деньги, которые она первоначально занимала, тому лицу, которое владеет долговым обязательством на момент наступления **срока погашения (redemption date)**.

Эти ссуды могут приносить фиксированную или плавающую ставку процента. Если по ним выплачивается фиксированная ставка, они очень напоминают государственную облигацию с фиксированным доходом. Эта ставка процента известна как **купон (coupon)** и для удобства выражается в процентах к номинальной стоимости (**nominal, par or face value**), которая в Британии берется в процентах от £100, как и в случае с государственными бумагами. Ссуды, выпущенные компаниями, проходят под разными названиями, такими как **необеспеченная ценная бумага компании (loan stock)**, **обращающееся долговое обязательство (industrial debenture)** или **облигация (bond)**. Стоимость долгового обязательства с фиксированной ставкой процента определяется изменениями в процентных ставках, хотя и финансовое состояние компании отчасти также играет свою роль, так как, чтобы платить проценты и оплачивать капитал, компания должна приносить прибыли, в то время как в случае золотообрезной бумаги эти платежи гарантируются правительством (см. главу 13).

В-третьих, компания может собрать деньги, выпуская новые **обыкновенные акции** и продавая их за наличные. Данный способ

«сбора денег» принципиально отличается от выпуска долговых обязательств или получения банковского кредита, поскольку обыкновенные акции — также известные как **капитал компании (equity)** — не являются долгом компании. Обычно они не должны погашаться. Собственник акции становится совладельцем компании. В ответ на вложение своих денег он разделяет риски и вознаграждения, связанные с деятельностью компании: соответственно возникает термин **рисковый капитал (risk capital)**. Он получает право на долю всего того, чем владеет компания, после погашения ее задолженности и на долю прибыли, которую она получает. Если ее прибыли растут, он обычно рассчитывает на более высокие **дивиденды (dividends)** — выплаты дохода — по своим акциям.

Акция также является **ценной бумагой (security)** компании и в нормальных условиях может покупаться и продаваться таким же способом, как долговая необеспеченная ценная бумага. Точно таким же образом ее цена на рынке зависит от взаимной игры продавцов и покупателей, но не от цены, по которой она первоначально выпускалась, или **номинальной стоимости** (см. главу 6). Инвестор, который хочет получить свои деньги обратно, просто продает акцию кому-нибудь другому; получит ли он больше или меньше первоначально уплаченной суммы, зависит от поведения рыночной цены в этом промежутке времени. Если прибыли компании растут, возможно, она будет выплачивать более высокие дивиденды, и — если все прочие условия равны — стоимость акций, как правило, будет расти. Если компания становится банкротом, то владельцы акций, или **акционеры (shareholders)**, являются последними в очереди на получение доли от продажи компании. Все долговые обязательства и другие долги должны быть погашены в первую очередь.

Влияние процентных ставок на обыкновенные акции

В целом инвесторы соглашаются с более низкой начальной доходностью (**yield**) по акциям, чем по ценным бумагам с фиксированным процентом, поскольку они рассчитывают, что их доход и стоимость основного капитала, представленная акциями, вырастут. Возьмем прежний пример с акциями, которые могли быть куплены по цене, которая предлагает доход в 3%, но при этом за год их стоимость выросла на 7%. Общий доход для покупателя составил бы в этом случае 10%. Это привлекательно по сравнению с доходом в 6,5%, который в соответствии с нашими предположениями он мог бы получить в это время по золотообрезным государственным бумагам. Дополнительные 3,5 процентных

пункта (percentage points) учитывают элемент риска в обыкновенных акциях.

Но инвесторы заранее не знают, какой доход они получают от обыкновенных акций. Даже дивидендный доход в 3% может упасть, если компания была вынуждена снизить свой дивиденд. А если она сокращает свои дивиденды, стоимость акций на фондовом рынке почти наверняка тоже упадет. Следовательно, инвестирование в акции влечет за собой оценку перспектив развития компании и ее способности приносить прибыли, из которых выплачиваются дивиденды.

Однако изменения стоимости акций могут также происходить из-за изменений в процентных ставках. Давайте возьмем для примера крайний случай и предположим, что цены золото-обрезных бумаг падают так резко, что доходы по ним растут на 10%. Теперь инвесторы почти наверняка захотят получать более высокий общий доход, чем 10%, по обыкновенным акциям, чтобы позволить себе элемент риска. В краткосрочном периоде единственный способ, благодаря которому акции могут предложить более высокую доходность, это если их цены на рынке упадут (вы платите более низкую цену для получения такого же дивиденда, так что доходность для покупателя растет), и именно это, вероятно, и произойдет. Но на цены акций отдельных компаний также влияет перспектива прибылей компании. В очень длительном периоде доход от акций будет зависеть от прибыли, которую получает компания или которые она способна получать. Однако в более коротком периоде на него будут влиять изменения в процентных ставках. Значительная часть финансовых статей в прессе касается тех прибылей, которые получают компании, и тех прибылей, которые они заработают в будущем.

Не ждите от рынков рациональности

Одно последнее слово о рынках. Мы можем беспристрастно описать, как они работают, и основные силы, которые на них действуют. Это не всегда совпадает с тем, как они представляются в краткосрочном периоде тем, кто работает на них, или тем, кто комментирует их ежедневное поведение. Рынки приводятся в движение конфиденциальной информацией и слухами, временным энтузиазмом и опустошительной паникой. Они являются порождениями ума, и иногда ими манипулируют. Их энтузиазм и паники часто питают сами себя, теряя всякий контакт с лежащими в их основании реалиями — **основополагающими принципами (fundamentals)**.

Рынки являются живым механизмом, стоящим между инвесторами с их деньгами и государствами и компаниями, которые

нуждаются в деньгах для своей работы. Но средний дилер в фирме из Сити редко в состоянии задуматься о своей функции шестеренки в этом важном экономическом процессе. Его бизнес — это работа с акциями, и он собственным нутром чувствует, что цены акций должны расти, поэтому он покупает. Обычно причину того, что сделано, он обнаруживает позднее. Не воспринимайте слишком серьезно все эти объяснения поведения рынка, которые вы находите на страницах финансовой прессы. Профессионалы рынка зарабатывают свой хлеб в результате движений рынка в одну или другую сторону. Если не существует никаких логических причин для изменения, они вполне способны придумать их.

Финансовые институты, которые составляют Лондонское Сити, обеспечивают важнейший механизм для распространения денежных потоков. В следующей главе мы посмотрим на источники денег; на рынки, которые распределяют деньги, и людей, работающих на этих рынках, с которыми вы встречаетесь на финансовых страницах.

Интернет-указатели

Существует порядочный объем информации по основам инвестирования, доступный на различных веб-сайтах, хотя они больше стараются сосредоточиться на инвестиционных продуктах, чем собственно на самих принципах. Большинство информации находится на личных финансовых сайтах, но некоторые очень важные базовые данные по инвестициям на фондовом рынке также содержатся на сайте организации содействия развитию акционерной собственности ProShare (www.proshare.org.uk/). Более подробная информация о сайтах с образовательным содержанием предлагается в главе 23.

Глава 2. Денежные потоки и финансисты

Когда финансовый журналист описывает кого-то как «выдающуюся фигуру из Сити», он, вероятно, и не понимает, что говорит. Возможно, этот человек является представителем высшего руководства банковского учреждения. Если журналист описывает кого-то как «спорного финансиста из Сити», он, возможно, близок к тому, чтобы попасть под действие законов о клевете, если назовет его финансовым пройдохой!

Но что означает слово «Сити», которое дает приют этим и многим другим характерным личностям? Конечно, это географический район на восточной стороне Центрального Лондона, часто называемый **Квадратной милей (Square Mile)**. Однако слово «Сити» более часто используется как удобный общий термин для коммерческих институтов в самом сердце финансовой системы Британии. Они не обязательно действуют в пределах квадратной мили Лондонского Сити, хотя удивительно большое их число находится именно там. Они предоставляют финансовые услуги, которые «смазывают» колеса промышленности и торговли. Однако они связаны не только с обслуживанием внутренней экономики Великобритании. Большая часть деятельности Сити относится к международным финансам, торговле и сделкам с ценными бумагами, и многие из работающих там финансовых институтов принадлежат иностранным владельцам. Одно из мест наиболее общей критики Сити состоит в том, что оно слишком удалено от собственно английских отраслей промышленности. В то время как отдельные части Сити всегда работали на международную перспективу, большим изменением последних 20 лет является интернационализация даже наиболее традиционных отечественных институтов, таких как Лондонская фондовая биржа. Однако, рассматривая институты Сити, мы прежде всего сконцентрируемся на демонстрации их важности для английской экономики.

Сити является основным источником **невидимых статей дохода (invisible earnings)** для платежного баланса Великобритании (**balance of payment**). Финансовые услуги в 1998 г. принесли чистых зарубежных доходов на сумму почти £32 млрд.

Чтобы изложить то, что мы читали о Сити, нам потребуется некоторое представление об относительной важности различных

институтов и суммах задействованных денег. Эта глава в общих чертах дает характеристику внутренних инвестиционных потоков и тех организаций, которые ими управляют. Некоторые из этих данных (вместе с другими рынками, не описанными здесь) более подробно изложены в главах, которые им посвящены.

Сберегательные институты

Сити обеспечивает механизм, который направляет деньги туда, где они могут работать. Основным внешним источником новых долгосрочных инвестиционных ресурсов для бизнеса и правительства являются **сбережения (savings)** частных лиц, и в Британии эти сбережения в основном направляются через **финансовые институты (financial institutions)**: главным образом через **пенсионные фонды (pension funds)** и **компании страхования жизни (life assurance companies)**. Эти два вида институтов в 1999 г. собрали почти £62 млрд новых денег для инвестиций. Полученные средства они вкладывают в компании через покупку их акций, в золотообрезные бумаги, предоставляя тем самым деньги государственным заемщикам (в те годы, когда те нуждаются в заемных средствах). **Лондонская фондовая биржа (London Stock Exchange)** формирует и обеспечивает соблюдение механизма, с помощью которого институциональные фонды осуществляют куплю-продажу ценных бумаг компаний и государственных облигаций. Финансовые институты являются крупнейшими клиентами Лондонской фондовой биржи (см. главу 6).

Финансовые институты также инвестируют средства в **коммерческую собственность (commercial property)**, в **иностранные ценные бумаги и собственность (overseas securities and property)**, а на короткие сроки размещают деньги для работы на **денежных рынках (money markets)**.

Третий вид инвестиционных институтов важен для рынка капитала — это **паевые фонды (unit trust)**. Паевые фонды собирают деньги отдельных инвесторов, чтобы распределить инвестиционный риск среди целого ряда ценных бумаг. **Инвестиционные фонды (investment trust)** выполняют в чем-то сходную функцию, но между этими двумя видами фондов имеются существенные структурные различия (см. главу 21).

Строительные общества (building societies) тоже действуют как воронка для сбережений частных лиц. Деньги, которые они собирают, главным образом идут на предоставление **ипотечных кредитов (mortgages)** для покупателей домов. Часть средств этих обществ инвестируется в государственные ценные бумаги через фондовый рынок, где они в случае необходимости могут быть с легкостью превращены в наличные. Строительные общества в наши дни занимают менее важное место, поскольку многие из

них сами преобразовались в банки или были поглощены банками (см. далее).

Банки и денежные рынки

Другим важным внутренним источником внешних средств для бизнеса являются **банковская система (banking system)** и **денежные рынки (money markets)** (см. главу 15). Основным источником банковских ресурсов являются краткосрочные фонды — депонированные средства частных лиц и компаний (**розничные депозиты, retail deposits**) плюс **оптовые средства (wholesale funds)**, которые они занимают на денежных рынках. Сами банки предоставляют деньги в кредит в различных формах. Коммерческие банки в Великобритании, как и в других странах, существенных средств в акции компаний не вкладывают. Они действуют как организаторы финансирования, а также как кредиторы при организации и гарантировании эмиссий различных типов краткосрочных долговых корпоративных обязательств. Банки также инвестируют средства через фондовую биржу в государственные ценные бумаги. Кроме того, они являются основными участниками валютных рынков (**foreign exchange or forex markets**). Некоторые из банков прямо участвуют в работе фондовой биржи через инвестиционные дома, которыми они владеют. Крупные банки очень активны в процессе купли-продажи производных (**derivative**) финансовых продуктов. Наконец, они весьма активно за свой собственный счет действуют на различных финансовых рынках в попытке увеличить свои доходы.

Евторынки

Третий источник финансов для бизнеса и правительства находится на **евровалютном рынке (eurocurrency market)** или **еврорынке (euromarket)**, также известном как **международный валютный рынок (international capital)**. Здесь источником средств первоначально были валютные депозиты, находящиеся в банках всего мира за пределами страны происхождения валюты. В наши дни различие между валютным и евравалютным рынком стало менее заметным. В основном различия связаны с методами торговли и эмиссии, структуры и международного характера рынков. Те, кто пользуется еврорынком, занимают деньги по всему миру (вопреки своему названию этот рынок не имеет дела исключительно с депозитами, которые находятся в Европе). Лондон является главным центром данного рынка, но Великобритания не является ни ведущим поставщиком, ни основным потребителем евравалютных средств (см. главу 17). Международный рынок в конце 1990-х гг. переживал огромный рост.

Рыночный механизм

Лондонская фондовая биржа, банковский и денежный рынки, а также евторынок представляют собой основные рынки для инвестиционных фондов. Но в Сити входит множество других рынков, которые оказывают услуги предприятиям.

Есть ряд рынков, связанных с **управлением рисками (management of risk)**, на которых инвесторы или предприятия могут или **хеджировать (hedge)** (защитить самих себя) риски, свойственные их роду деятельности, или сделать выбор в пользу высоких рисков и высокого вознаграждения путем заключения пари на изменения в ценах и процентных ставках. Они больше известны как **рынки производных инструментов, или деривативов (derivatives)**, которые включают в себя **рынок опционов (traded options market)**, **рынок финансовых фьючерсов (financial futures market)** (которые сегодня объединяются) и ряд **товарных фьючерсных рынков (commodities futures markets)**. **Валютный рынок (foreign exchange)** также попадает в эту категорию как средство для хеджирования валютных рисков.

Функции управления рисками, или риск-менеджмента, осуществляет и рынок **страхования (insurance)**. Он делится на две части: страхование, предлагаемое страховыми компаниями (**the company market**), и международный страховой рынок, действующий под эгидой лондонского Ллойда (**Lloyd's of London**), хотя разница между этими двумя частями стала менее жесткой, чем была раньше.

Сберегательные институты и посредники

Профессиональные пенсионные программы (occupational pension schemes) — пенсионные схемы, предлагаемые компаниями или отраслями промышленности для своих работников, имели (на конец 1998 г.) активы, которые оценивались приблизительно в £699 млрд, и инвестировали в 1999 г. новые деньги в сумме £8 млрд. Взносы, которые платят компании и частные лица в эти программы, вкладываются в специальные фонды с тем, чтобы в конце жизни обеспечить получение пенсий. Некоторые пенсионные фонды сами управляют своими собственными инвестициями — крупнейшие из них работают с многомиллиардными суммами фунтов стерлингов. Другие отдают инвестиционный менеджмент на сторону, часто в руки инвестиционных банков (см. главу 6). Другим вариантом являются **страховые (insured)** схемы, где выплаты осуществляются страховыми компаниями, с которыми заключаются договоры на выплату пенсий.

Поскольку **компании по страхованию жизни (life assurance companies)** предлагают как пенсии, так и страхование жизни, то разница между этими двумя видами инвестиций невелика. Фонды

страхования жизни включают в себя пенсионные элементы. Наиболее крупные страховые компании, как правило, являются диверсифицированными инвестиционными группами, предлагающими различные услуги. Страхователи жизни главным образом занимаются сберегательным бизнесом в противоположность **общему страхованию (general insurance)**, которое обеспечивает страховку от огня, кражи и аналогичных рисков. Компании по страхованию жизни осуществили в 1998 г. инвестиций на сумму £776 млрд из своих долгосрочных фондов и инвестировали £55 млрд новых средств в 1999 г. И пенсионные фонды, и компании по страхованию жизни являются участниками системы **контрактных сбережений (contractual savings)**: деньги вкладываются в долгосрочные сберегательные программы, средства которых могут быть спокойно инвестированы на длительный срок, поскольку сберегатели заключили договор на проведение регулярных платежей.

Паевые фонды (unit trusts) не могут полагаться на регулярные притоки средств, хотя часть денег они получают за счет стандартных сберегательных планов. Инвесторы склонны объединяться в паевые фонды, когда фондовый рынок находится в фазе повышения, и могут забирать средства, когда дела становятся хуже. В целом за последние годы они показали сильный рост, особенно когда инвесторы могли владеть паями инвестиционных фондов в рамках **индивидуального плана вложения в акции (personal equity plan) — PEP** — или **ISA** (см. главу 21) и получать налоговые льготы. В конце 1999 г. паевые фонды владели общими фондами на сумму £254 млрд, инвестировав еще £19 млрд в течение года. Они часто действуют в рамках крупных **групп по управлению инвестициями (investment management groups)**, которые предлагают на рынке ряд продуктов и услуг в сфере сбережений. **Инвестиционные фонды (investment trusts)** были значительно меньше, обладая на начало 2000 г. общими фондами на сумму около £77 млрд.

Пенсионные фонды, компании по страхованию жизни и паевые фонды вместе владеют почти половиной всех котирующихся акций английских компаний, а первые два вида институтов владеют большими портфелями золотообрезных государственных ценных бумаг.

Услуги по страхованию жизни и паевых фондов прямо предоставляются как непосредственно самими организациями, так и через **финансовых посредников (financial intermediaries)**, которые работают за комиссионные. В их число входят страховые брокеры (insurance brokers) и независимые финансовые консультанты (independent financial advisers). **Бухгалтеры (accountants)**, **поверенные (solicitors)**, **банковские менеджеры (bank managers)**, **строительные общества (building societies)** и **фондовые брокеры (stockbrokers)** также могут продавать эти инвестиционные продукты.

Строительные общества в конце 1999 г. выдали займов на £129 млрд, в основном в виде ипотечных кредитов для покупки домов. Возможный диапазон их деятельности в настоящее время расширился по сравнению с тем, что было в прошлом, а более крупные из них имеют возможность предлагать ряд услуг, включая чековые счета, ссуды частным лицам, услуги агентств недвижимости и множество продуктов в области финансов и сбережений. Но роль строительных обществ на финансовой арене, несомненно, снижается. До сих пор они имели характер **взаимных (mutual) организаций** — теоретически принадлежащих людям, которые вкладывают в них свои деньги, ссужают их в долг другим. Сегодня наиболее крупные строительные общества стараются изменить свой статус — или стать акционерными компаниями, или преобразоваться в коммерческий банк. *Abbey National* было первым строительным обществом, которое преобразовалось в банк и вышло на фондовый рынок. Многие другие строительные общества или последовали этому примеру, или согласились на их поглощение банками. Поскольку вкладчики и заемщики строительных обществ обычно получают **непредвиденные (windfall)** выплаты наличными или акциями, когда общество отказывается от своего взаимного статуса, то этот фактор (краткосрочная жажда получения прибыли), вероятно, и дальше будет активно влиять на изменение статуса строительных обществ.

Банки

На конец 1999 г. общие депозиты английских резидентов в банках Великобритании составляли £724 млрд, из которых £636 млрд были в фунтах стерлингов. Большая часть этих денег приходилась на ведущие **клиринговые банки (clearing banks)**, такие как *Barclays* и *Lloyds TSB*, чьи услуги в области привлечения депозитов и кредитования достаточно известны. Это те банки, чьи филиалы вы видите на улицах вблизи фондовой биржи и которые на практике известны как **коммерческие (high-street banks)** или **розничные (retail banks)** банки. Некоторые из клиринговых банков в последние годы «флиртывали» с миром фондовой биржи посредством поглощения брокерских, а в некоторых случаях маркетмейкерских предприятий, но с очень переменным успехом. Грандиозные планы в этой сфере деятельности коммерческих банков часто сокращались или отменялись.

От традиционных клиринговых банков очень отличаются **инвестиционные банки (investment banks)** или **торговые банки (merchant banks)**. Двадцать лет назад вы бы использовали термин «торговый банк», но многие из традиционных независимых английских торговых банков с хорошо известными именами,

такие как *Kleinwort Benson* и *Warburgs*, сегодня приобретены иностранными банками и стали частью гораздо более крупных организаций. В то же самое время иностранные финансовые институты, в частности американские брокерские фирмы и инвестиционные банки, открывали филиалы в Лондоне.

Инвестиционные или торговые банки, как правило, не имеют дел с обычным населением, за возможным исключением менеджеров фондов инвестиций и продавцов инвестиционных продуктов. Зачастую они имеют в своем распоряжении крупномасштабные фонды, даже если за ними могут стоять более крупные организации. Инвестиционные банки обладают опытом в привлечении финансовых ресурсов, но не обязательно при этом предоставляют их самостоятельно. Они дилеры, которые дают советы по вопросам **корпоративных финансов (corporate finance)** компаниям по выходу на фондовый рынок, привлечению капитала, поглощениям и защите от поглощений. Они могут действовать как **маркетмейкеры** и дилеры на фондовом рынке и рынке еврооблигаций, и многие из них имеют большой бизнес по **управлению средствами (fund management)** — большинство инвестиций пенсионных фондов на практике находятся под управлением инвестиционных банков. Более крупные из них являются глобальными по характеру своей деятельности и перспективам.

Лондон является местом нахождения целого ряда **заграничных банков (foreign banks)** — около 550, по последним подсчетам, многие из которых были привлечены положением Лондона как центра еврорынков, через которые наиболее крупные из них также осуществляют значительный объем национального банковского бизнеса в Великобритании и могут быть вовлечены в операции на фондовом рынке.

Фондовая биржа

Английская внутренняя **фондовая биржа (stock exchange)** является одной из самых крупных в мире вслед за американскими и японскими. На конец 1999 г. совокупная рыночная стоимость зарегистрированных обыкновенных акций английских компаний составляла £1820 млрд, а английские государственные бумаги, обращающиеся на бирже, стоили около £333 млрд. В 1999 г. в ходе первой продажи акций новых и уже существующих компаний на фондовом рынке было собрано около £14 млрд. Члены Лондонской фондовой биржи функционируют как **дилеры (dealers)** или **маркетмейкеры (marketmakers)**, действуя как принципалы и вкладывая собственные деньги на свой страх и риск; или ограничивают себя ролью **комиссионных брокеров (agency brokers)**. Брокерская комиссияная деятельность — это бизнес по проведению сделок с акциями за комиссионные. Рынок по золотообрезным ценным бу-

магам делают **первичные дилеры (primary dealers)**, известные как **маркетмейкеры по государственным бумагам (gild-edged marketmakers)**. На главном рынке национальной фондовой биржи в конце 1999 г. насчитывалось 40 дилеров по корпоративным акциям и 16 маркетмейкеров рынка государственных бумаг.

Большинство основных лондонских маркетмейкеров и брокеров сегодня принадлежат английским или иностранным банкам, другим финансовым институтам. В некоторых случаях несколько фирм **образовывали совместные фирмы по торговле ценными бумагами (securities houses)**, которые брали на себя все виды деятельности с ценными бумагами. Ряд ведущих иностранных банков и фирм по торговле ценными бумагами сегодня действуют и на английском рынке. Многие из небольших английских брокеров или **провинциальных банков (country brokers)** сохраняют независимость, хотя некоторые из них объединились в более крупные группировки. За последние годы произошел рост числа **брокеров-исполнителей (execution-only brokers)**, которые предоставляют простые, относительно дешевые услуги по сделкам с акциями для населения, а также **интернет-брокеров (Internet brokers)**, которые предоставляют возможности для сделок с акциями через Интернет. Они уже достаточно успешно работают в Соединенных Штатах Америки.

Большинство крупных участников фондовой биржи приглашают **инвестиционных аналитиков (investment analysts)**, которые в качестве услуги для своих клиентов проводят исследования в области анализа состояния компаний и других инвестиционных тем.

Венчурное финансирование

Не обязательно, чтобы все инвестиции в Великобритании проходили через фондовую биржу. В последние годы наблюдался громадный рост в области обеспечения финансирования предприятий, чьи акции не обращаются (или пока не обращаются) на бирже. Он может принимать форму **финансирования создания компании (business start-up)**, **финансирования развития (development financing)** для растущих частных компаний и **финансирования таких операций, как выкуп контрольного пакета менеджерами компании (management buy-out)**. **Объединения венчурного капитала (venture capital groups)** — это предприятия, которые обеспечивают указанные виды финансирования в обмен на часть акций компании. Некоторые из объединений венчурных капиталов являются самостоятельными компаниями, акции которых котируются на фондовой бирже. Другие представляют собой ответвления иных финансовых объединений, таких как банки, страховые компании или пенсионные фонды.

Профессиональная поддержка

Среди деятелей Сити, упоминаемых на финансовых страницах, есть целый ряд профессиональных фирм, без которых Сити не могло бы функционировать: а именно бухгалтеры, актуарии, юристы и лицензированные оценщики.

Бухгалтеры (accountants) являются необходимым звеном финансовой цепочки, поскольку только они могут проводить аудит отчетов компаний (см. главу 3). Их услуги особенно необходимы при подготовке проспектов (prospectus), когда акции впервые размещаются на рынках (marketed) (продаются ряду инвесторов). Работа в области аудита и налогов традиционно остается главной работой бухгалтеров, при этом для некоторых из них специальной побочной деятельностью выступает работа по ликвидации (liquidation) — прекращению деятельности (winding-up) компаний, которые оказались в состоянии банкротства. Но ведущие международные аудиторские фирмы, которые насчитывают тысячи работников по всему миру, быстро ворвались и в область корпоративных финансов и всех видов услуг по управленческому консультированию (management advisory services).

Консультанты—актуарии (consulting actuaries) — это фирмы, которые оказывают консультации в таком крайне сложном виде бизнеса, как финансирование пенсионных программ (pension funding) и деятельность пенсионных фондов (pension fund performance). Они с определенной регулярностью всплывают в случае обсуждения тем, связанных с пенсионным обеспечением. Это является дополнением к исходной функции актуариев, связанной с оценкой рисков смертности, оценкой активов и пассивов компаний по страхованию жизни и принятием решений о бонусах.

Специалисты по коммерческому праву (commercial lawyers): лишь немногие документы в мире инвестиций могут безо всякой опасности готовиться без консультаций со специалистом по коммерческому праву, и в Сити насчитывается примерно дюжина ведущих фирм, специализирующихся в области коммерческого права.

Оценщики (surveyors) или агенты по недвижимости (estate agents) действуют как посредники на рынке инвестиций в недвижимость. При подготовке документов о новой эмиссии или поглощении могут потребоваться оценки собственности компаний (valuations). Они наверняка потребуются и в том случае, когда финансирование должно быть обеспечено собственностью. Лицензированный оценщик часто помогает найти финансирование для развития собственности (development of properties). Он управляет инвестиционным портфелем для нескольких институтов и является одним из главных источников информации о ситуации на рынке инвестиций в недвижимость (property investment market) и рынке залоговых бумаг (letter market) (см. главу 20).

Но изменения витают в воздухе и здесь. Большинство из крупнейших фирм относительно недавно отказались от своей автономии и теперь являются частью более крупных международных групп в области финансов и недвижимости.

Возможно, агентства в области отношений с общественностью в сфере финансов (financial public relations) также должны рассматриваться как одно из направлений услуг по обеспечению работы Сити. Многие из них имеют длинный список клиентов из числа зарегистрированных на фондовом рынке компаний. Читатель финансовой прессы не обязательно осведомлен об их существовании, но большинство рутинной информации от компаний — отчеты о прибылях и тому подобное — поступает к журналистам в виде пресс-релизов на бумаге одного из таких агентств. Они играют весьма активную роль в публикации хороших сведений о компаниях, выходящих на фондовый рынок; в деле помощи при представлении дела от имени агрессора или обороняющейся стороны в сделке по поглощению и в целом в процессе организации того, чтобы информация, которая могла бы оказаться благоприятной для цены акции компании-клиента, не осталась бы погребена под грудой мусора.

Наконец, существуют регулирующие органы (regulators), чьей работой является надзор за этими разнообразными организациями и интересами. Основным регулирующим органом сегодня является Управление финансового надзора (Financial Services Authority). Поскольку система финансового регулирования имеет сложный характер и в настоящее время переживает значительные перемены, мы будем иметь дело с этими проблемами по мере их возникновения в отдельной главе, ближе к концу книги (см. главу 22).

Интернет-указатели

Большинство организаций, упоминавшихся в этой главе, или их профессиональные органы или торговые ассоциации сегодня располагают веб-сайтами, на которых содержатся дополнительные подробности и предлагается контактная информация. Они перечислены в главе 23. Для дополнительной информации о Сити и ее элементах постарайтесь сначала зайти на веб-сайт Корпорации Лондонского Сити по адресу www.cityoflondon.gov.uk/. Он содержит основную информацию и ссылки на главные организации, действующие в Лондонском Сити. Статистические и исследовательские материалы доступны на сайте BI (British Invisible, «Английские невидимые доходы») по адресу www.bi.org.uk/. На сайте Банка Англии www.bankofengland.co.uk/ вы сможете найти и бесплатно скачать справочник *The City Handbook* по организациям Сити с их адресами и контактными данными (его печатный вариант отсутствует).

Глава 3. Компании и их счета

Финансовые журналисты широко пишут о компаниях: компаниях, которые растут; компаниях, которые заключают сделки, компаниях, которые поглощают другие компании; компаниях, которые переживают период банкротства. Они склонны смотреть на дела компаний под одним из двух углов (или что более полезно, с двух сторон). Рассмотрим два примера.

«Марк Хастлер, тридцатилетний бухгалтер, который ранее в этом году возглавил *Interpersonal Video Systems*, не позволяет себе задерживаться на одном месте. Вслед за покупкой *Insight Compact Discs* в июне он планирует еще одно важное поглощение в области систем межличностной коммуникации для закрепления лидерства своей компании в этой быстро растущей сфере бизнеса. Акции приобретаются серьезными институциональными инвесторами и при своей цене в 180 пенсов — ранее в этом году стоившие около 60 пенсов — выглядят одной из лучших ставок в секторе высоких технологий».

Что мы узнаем из этой заметки? Во-первых, автор думает, что *Interpersonal Video Systems* — это хорошая компания, поэтому он советует вам покупать ее акции. Во-вторых, он предполагает, что эти акции покупают инвестиционные институты, что должно помочь росту цены. В-третьих, что акции уже сильно выросли предположительно благодаря руководству Марка Хастлера. В-четвертых, что Марк Хастлер расширяет свою компанию за счет покупки других компаний. В-пятых, что компания является лидером в области систем межличностной коммуникации и что эта область относится к высоким технологиям. Наконец, мы могли бы предположить, что автор, возможно, имеет слабое представление о том, что такое система межличностной видеокоммуникации, является ли это растущей сферой бизнеса, платит ли Марк Хастлер слишком много или слишком мало за те поглощаемые им компании, или о том, какие институты предположительно последуют за компанией. Другими словами, автор, очевидно, располагал конфиденциальной информацией о состоянии курсов акций. Это обязательно надо учитывать. Если достаточно людей последуют за этой информацией и купят

акции, поскольку они думают, что они вырастут в цене, они действительно вырастут. По крайней мере, временно.

Теперь возьмем другой пример.

«*Interpersonal Video Systems*, производитель вспомогательных видеоустройств в области продаж зубной пасты, сообщил о росте товарооборота с £18 млн до £27 млн за год, закончившийся в конце марта. Прибыль до уплаты налогов выросла с £2 млн до £4,3 млн, включая первый вклад в £1,5 млн от деятельности *Insight Compact Discs*, акции которой были приобретены в прошлом июне, и прибыль на акции выросла с 10 пенсов до 12,5 пенса на увеличившийся капитал. Если компания достигнет своего целевого показателя годового роста в 15%, акции номиналом 25 пенсов при цене в 180 пенсов имеют перспективный коэффициент PE только в 12,5, что ниже среднего в этом секторе. Они выглядят недооцененными».

Фактически сообщение второго автора, в сущности, является тем же самым, что и первое: акции следует покупать. Не потому, что Марк Хастлер является великим человеком, не потому, что планируется другое важное поглощение, не потому, что институты бросаются покупать эти акции. А потому, что убедительная инвестиционная арифметика говорит, что они дешевые. Мы также примерно узнаем, что производит *Interpersonal Video Systems*, и у нас есть признак того, поскольку прибыль на акцию выросла, что, возможно, за *Insight Compact Discs* заплатили не так уж и много.

Ни один из вариантов подхода сам по себе не является полностью удовлетворительным. Полезно знать, кто руководит компанией. Это помогает нам получить основание для действия, если мы знаем, что она планирует расширение через поглощение. Полезно знать (если это действительно правда), какие институты инвестируют деньги в компанию. Но также полезно знать, что делает компания, сколько прибыли она зарабатывает и как она оценивается по общепринятым инвестиционным критериям.

Фразы вроде «коэффициент PE» и «прибыль на акцию» являются частью самой среды инвестиционного бизнеса. Но что они означают? Это требует небольшого вторжения в область корпоративных отчетов.

Ограниченная ответственность

Во-первых, что такое компания? Это производственная экономическая единица, которая принадлежит своим акционерам,

а буквосочетание **Ltd** после их названия показывает, что она обладает **ограниченной ответственностью (limited liability)**. Аббревиатура **PLC** также показывает, что компания является **публичным товариществом с ограниченной ответственностью (Public Limited Company)**: такой, чьи акции или другие ценные бумаги могут принадлежать инвестиционному сообществу и обращаться на рынке. В любом случае ответственность собственников ограничивается той суммой денег, которую они вложили в это предприятие. Если они не дают личных гарантий (*personal guarantees*) по долгам компании, **собственники или акционеры (shareholders)** (на юридическом языке **члены, members**) компании с ограниченной ответственностью не могут быть призваны к ответу по долгам компании, когда они превышают их активы. Потеряны могут быть только деньги, вложенные в компанию. С другой стороны, любой, кто ведет дело как **единоличный владелец (sole trader)** или как **партнер в партнерстве (partnership)**, несет ответственность по всем долгам своего предприятия.

Голосование и контроль

Владельцы **обыкновенных акций** компании обычно обладают правом **контролировать** компанию, если они действуют сообща, хотя директора и менеджеры, которые могут быть или не быть акционерами, ведут дела компании. Обычная каждая обыкновенная акция дает один **голос (vote)**. Поэтому владельцы более 50% голосов — если все они голосуют одинаковым образом — контролируют компанию. На практике акционеры могут повлиять на работу компании преимущественно при помощи голосования по вопросам назначения и снятия директоров и по некоторым другим важным вопросам политики компании, которые должны предлагаться акционерам на официальных собраниях компании. Определенные основополагающие решения — скажем, об изменении целей и задач компании — будут требовать одобрения большинством в 75% голосов акционеров.

В большинстве случаев акционеры голосуют так, как советуют им директора, особенно на **годовом общем собрании (annual general meeting, AGM)**, которое обычно является заурядным событием, когда вовремя принимаются нужные решения. В целом пресса будет подхватывать такие события, когда существует расхождение между разными группами акционеров или между акционерами и директорами. Вот тогда вопрос голосования становится интересным.

Содержание отчетности

Обыкновенные акционеры имеют право получать **отчеты компании (accounts)**. Грубо говоря (это не совсем технически правильно), от компаний требуется каждый год представлять определенный набор документов. Это официальное юридическое требование. Фондовая биржа, кроме того, требует, чтобы прошедшие листинг компании представляли данные, показывающие **полугодовые прибыли** (в Америке они представляют их каждый квартал).

Лучше всего смотреть на отчеты как на своего рода стенографический отчет о том, что реально происходит в компании. Голые цифры не вызывают в памяти дымящиеся трубы или торговых агентов в пути. Но когда вы достаточно знакомы с основами анализа отчетов, вы можете понять, что стоит за этими цифрами.

Основными в этих отчетах являются **Отчет о прибылях и убытках (profit and loss account)**, **отчет о движении денежных средств (cash flow statement)** и **балансовый отчет (balance sheet)**. В соответствии с современными правилами бухгалтерского учета компания также должна представлять **заявление о совокупных признанных прибылях и убытках от реорганизации (statement of total recognized gains and losses)** и **приложение о фактических издержках прибылей и убытков (note of historical cost profits and losses)**, но на данный момент у нас нет необходимости уделять им много внимания. Другие виды информации, которые определены законодательством, по современным стандартам бухгалтерской отчетности (или фондовой биржи в случае котирующейся компании) обычно содержатся в **отчете совета директоров (directors' report)** или в **подробных приложениях к отчетам (notes to the accounts)**. На практике доклад и бухгалтерские отчеты компаний, акции которых торгуются на фондовой бирже, обычно содержат намного больше информации в форме заявления президента компании, обзора годовой деятельности и заявлений о соответствии различным кодексам, и правилах, которых компания придерживается в своей деятельности. Значительную часть документа могут занимать роскошные красочные иллюстрации.

Роль аудиторов

Вместе с отчетами будет предлагаться и **заключение внешнего аудитора (auditors' report)**. Аудиторы — это фирмы из бухгалтеров, которые осуществляют наблюдение от имени владельцев компании (акционеров). Директора компании готовят и подписывают отчеты. Работа аудиторов заключается в том, чтобы подтвердить

то, что эти отчеты представляют **правдивый и честный взгляд** на прибыли и финансовое состояние компании, или указать на любые недостатки там, где они этого не делают. Считается, что аудиторы являются независимыми от менеджмента компании, хотя очевидно, что они должны очень тесно работать с менеджерами при подготовке форм бухгалтерской отчетности. Эти же менеджеры назначают им плату, хотя одобряют эти гонорары акционеры.

Обычно требуется определенное количество взаимных уступок, когда при представлении различных вопросов мнения расходятся. Отчет аудиторов, который сообщает, что отчеты компании не дают «правдивого и честного взгляда» или что они делают это только с учетом очень важных **оговорок (qualifications)**, как правило, будет расцениваться прессой как серьезный тревожный звонок.

Корпоративная отчетность

Компании, акции которых котируются на фондовой бирже, как мы видели, должны обеспечивать своих акционеров более частой информацией, чем та, которая предлагается официально требуемыми ежегодными отчетами. Спустя несколько недель после завершения первого полугодия финансового года компания, как правило, выпускает **промежуточный отчет о прибылях (interim profit statement или interim)**, содержащий не проверенные аудитором цифры полугодовых прибылей. Этот отчет дает возможность определить размер **промежуточного дивиденда (interim dividend)** (см. далее) и включает в себя некоторые комментарии компании о своей деятельности и перспективах.

Спустя некоторое время после окончания финансового года обычно публикуется **предварительный отчет (preliminary statement, prelim)**, в котором указывается размер годовой прибыли и иная предварительная информация. Он появляется за несколько недель до того, как полный отчет и балансы рассылаются акционерам. Большинство повседневных комментариев в прессе о показателях деятельности компаний основываются на промежуточных и предварительных отчетах, которые обладают более высокой ценностью с точки зрения новостей, хотя и меньшей глубиной информации, чем полная отчетность.

Отчет о прибылях и убытках

Отчет о прибылях и убытках (profit and losses account) показывает результаты работы компании за последний финансовый период. Обычно он равен одному году, хотя год может продолжаться до

любой даты, которую выбирает компания. В этом качестве популярны 31 декабря и 31 марта, хотя это может быть 1 апреля или 5 ноября. Отчет о прибылях и убытках показывает влияние на счет доходов компании всех сделок за прошедший год. Если компания получила прибыль в £20 млн за первые 10 месяцев этого года и убытки в £22 млн за последние два месяца, то отчет о прибылях и убытках покажет убыток в £2 млн: это окончательный результат. Сам по себе он не откроет нам информацию о том, что компания большую часть этого периода работала с прибылью.

Отчет о движении денежных средств

Прибыль — это не обязательно то же самое, что **денежные потоки (cash flow)**, и иногда между ними могут возникать различия. Приведем только один пример. Компания дает кредит в £10 млн другой компании на два года под 10% годовых, но соглашается, чтобы проценты выплачивались только вместе с выплатой основной суммы долга спустя два года. В ее отчете о прибылях и убытках в конце первого года компания-кредитор включит в свою прибыль процент в сумме £1 млн, которая **накопилась (accrued)** (или **наросла**) на этот момент. Она заработала этот процент. С другой стороны, компания еще не получила эти проценты в денежной форме, так что этот миллион не будет отмечаться в **отчете о движении денежных средств (cash flow statement)** за этот год.

Компании разоряются преимущественно из-за того, что у них кончаются наличные средства. Отчеты о движении денежных средств, которые они обязаны публиковать с начала 1990-х гг., позволяют гораздо легче заблаговременно заметить тревожные признаки (см. главу 4).

Баланс

Баланс (balance sheet) полностью отличается от Отчета о прибылях и убытках и отчета о движении денежных средств. Он дает моментальный снимок финансового положения компании на конкретную дату: последний день финансового года. Все, чем владеет компания на этот день, и все, что она должна на эту дату, будет отражаться в балансе, сгруппированном под разными заголовками. Баланс обычно является лучшим показателем **финансового здоровья** компании для инвесторов. Но его интерпретация требует осторожности. Положение, которое он показывает на последний день рабочего года компании, может очень отличаться от той картины, которую он бы показывал, если бы

был составлен на три месяца раньше или на три месяца позже. Когда компании преднамеренно переносят отдельные данные на более ранний срок и задерживают другие, то баланс дает картину, которая совершенно нетипична для положения компании на протяжении года. Это напоминает избыточную маскировку. «Творческая» бухгалтерия (*creative accounting*) обычно означает, что изменения цифр проводятся ею на грани приличия, чтобы представить ту картину, которую хочет получить компания.

Отметим разницу между балансом материнской компании (*parent company balance sheet*) и консолидированным балансом или балансом группы (*consolidated balance sheet* или *group balance sheet*). Большинство компаний, зарегистрированных на фондовой бирже, фактически не являются одиночными компаниями. *Bloggs Engeneering plc* может оказаться группой компаний, включающей *Bloggs Engeneering plc*, *Scraggs Scrap Ltd* и *Muppet Metal-bashers Ltd*. *Bloggs Engeneering plc* — это материнская компания (*parent company*) или головная компания (*head company*), и она контролирует две другие путем владения всеми или большинством их акций. Соответственно они являются дочерними компаниями (*subsidiary companies*). Головная компания группы иногда также называется холдинговой компанией (*holding company*), поскольку она владеет акциями своих дочек.

Баланс материнской компании показывает подробности исключительно для *Bloggs Engeneering plc*; ее владение двумя другими компаниями представляется просто балансовой стоимостью (*book value*) (стоимость для бухгалтерских целей) ее долей в этих дочерних компаниях, которая в целом довольно бесполезна. Консолидированный баланс, с другой стороны, рассматривает эти три компании так, как если бы они были единым целым. Активы и обязательства всех трех компаний группируются вместе. Таким образом, если *Blogg* владеет зданиями, оцениваемыми в £1,5 млн, здания *Scragg* стоили бы £1 млн, а у *Muppet* — £1,5 млн, то показатель для зданий и сооружений (или «собственность») в консолидированном балансе *Bloggs Engeneering plc* составил бы £4,5 млн.

От компаний обычно требуется представить как балансовый отчет, так и консолидированный или групповой баланс. Консолидированный баланс является важным документом, и практически все комментарии в прессе будут основаны на консолидированных показателях. От компаний не требуется публиковать прибыли и убытки материнской компании (если только бизнес не состоит из единственной компании), а только консолидированный отчет, который показывает совокупность прибылей и убытков всех различных компаний, входящих в группу.

Откуда приходят деньги

Глядя на финансы компании, как их показывает ее балансовый отчет (и с этого момента, говоря о балансах, мы будем иметь в виду консолидированный балансовый отчет), важно понимать разницу между различными источниками денег, которые компания использует в своей деятельности. Есть три главных источника. Во-первых, деньги, вкладываемые как постоянный капитал (*permanent capital*) владельцами (акционерами) предприятия. Это собственные деньги компании, обычно вносимые в форме капитала компании, состоящего из обыкновенных акций (*ordinary share capital*), который также известен как акционерный капитал (*equity capital*). Во-вторых, часть полученной прибыли, которая реинвестируется (*plough back*) компанией в свой бизнес и соответственно не выплачивается в виде дивиденда акционерам. Она также становится частью акционерного капитала предприятия, поскольку он принадлежит акционерам и показывается как резервы (*reserves*). В-третьих, существуют деньги, которые компания занимает и которые она должна будет выплатить в какой-то определенный момент времени. Общепринятым термином для этого является долг (*debt*) или заимствования (*borrowings*), но они могут принимать множество различных форм: овердрафты, срочные займы (оба этих вида представляют собой банковские ссуды, не оформленные в виде ценных бумаг), или долговые обязательства (*debentures*), облигации (*loan stocks*) и так далее (которые являются ценными бумагами компании).

Основные статьи баланса

Простейший способ понять различные бухгалтерские термины, которые появляются в сообщениях прессы, — это взять образцовый набор счетов. Эти счета для абстрактной компании *John Smith & Co Ltd* немного упрощены для того, чтобы выделить основные моменты. Некоторые неожиданно возникающие сложности разбираются в главе 5. В интересах чистоты презентации они могут слегка отличаться от того, что вы увидите в реальном наборе публикуемых отчетов, хотя вы будете в состоянии легко осуществить переход. В частности, мы вынесли на поверхность подробности счетов «Текущие обязательства» или «Кредиторы со сроком погашения до одного года» — в случае реального набора счетов вам, возможно, понадобится обратиться за этими подробностями к приложениям, прежде всего, самого баланса (табл. 3.1). Предположим, что *John Smith* — это молодая компания, которая производит, например, металлические пресс-папье.

Таблица 3.1

John Smith & Co. Ltd.
Баланс на 31 декабря

| | £ | £ |
|---|---------------|---------------|
| ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА | | |
| Реальные активы завод и оборудование | | 28 000 |
| ОБОРОТНЫЕ СРЕДСТВА | | |
| Запасы | 50 000 | |
| Дебиторы | 35 000 | |
| Деньги в банке | 5 000 | |
| | <u>90 000</u> | |
| ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА | | |
| Кредиторы (суммы со сроком погашения до 1 года) | | |
| Товарные кредиторы | 20 000 | |
| Налоги к оплате | 6 000 | |
| Предлагаемые дивиденды | 4 000 | |
| Банковский овердрафт | 8 000 | |
| | <u>38 000</u> | |
| ЧИСТЫЕ ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА | | <u>52 000</u> |
| ОБЩИЕ АКТИВЫ ЗА ВЫЧЕТОМ ТЕКУЩИХ ОБЯЗАТЕЛЬСТВ | | <u>80 000</u> |
| КРЕДИТОРЫ (суммы со сроком погашения более 1 года) | | |
| Срочные кредиты | 30 000 | |
| ЧИСТЫЕ АКТИВЫ | | <u>50 000</u> |
| Состоящие | | |
| АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ | | |
| (обыкновенные акции номиналом £1) | 40 000 | |
| РЕЗЕРВЫ | | |
| Счет прибылей и убытков | 10 000 | |
| СРЕДСТВА АКЦИОНЕРОВ (оплаченный капитал и резервы) | | <u>50 000</u> |

Фактически *John Smith & Co* была основана всего год назад четырьмя друзьями, которые решили, что у пресс-папье есть будущее. Каждый вложил в это предприятие по £10 000 в обмен на подписку на 10 000 обыкновенных акций номиналом в £1, а остальные необходимые ей деньги компания взяла в долг. Давайте рассмотрим по порядку основные статьи баланса.

Постоянные и оборотные активы

Сначала разберемся с активами предприятия (*assets*), то есть тем, чем она владеет. Активы разделяются на **основные (fixed)** и **оборотные средства (current assets)**. Они же называются соответственно и как основные и оборотные активы, и как основной и оборотный капитал. Основные средства не обязательно являются постоянными в физическом смысле. Компания, которая работает с нефтяными танкерами, покажет их как свой основной капитал. Они являются основными (или «фиксированными»), потому что они не являются чем-то таким, что компания покупает, продает или подвергает обработке в ходе своей обычной деятельности. Они представляют собой в основном здания и завод, на которых или при помощи которых компания производит свои товары и услуги. В нашем случае основные активы компании *John Smith* равны £28 000, которые составляют стоимость оборудования для производства пресс-папье (мы должны предположить, что она арендует помещения вместо того, чтобы владеть своей собственной недвижимостью). Первоначально компания заплатила за это оборудование £30 000, но она отложила сумму £2000 на годовую **амортизацию (depreciation или amortization)** оборудования и вычла эту сумму из балансовой стоимости. Это означает, что в конечном итоге оборудование вырабатывает свой ресурс и его необходимо будет заменить.

Основные активы разделяются на **реальные активы (tangible assets)** (вещи, которые вы могли бы потрогать, вроде зданий и станков) и **неосязаемые активы (intangible assets)**. Неосязаемые активы могут представлять собой вещи, подобные торговым маркам или патентам, которые имеют очевидную стоимость, но не имеют другой физической оболочки, кроме листа бумаги, на котором они записаны. Но наиболее распространенной формой неосязаемого актива является так называемая «**добрая воля (goodwill)**», или деловая репутация, контакты и т. д. Мы вернемся к этому вопросу позднее.

Оборотные средства — это активы, которые постоянно находятся в движении, — запасы сырья, которые будут превращены в товары, запасы товаров, которые будут продаваться потребителям, деньги, которые клиенты задолжали компании, деньги, временно хранящиеся в банке, которые будут забираться в зависимости от потребностей предприятия. Если бы у нас была компания, которая покупает и продает нефтяные танкеры, эти танкеры отражались бы в разделе «Оборотные средства» как запасы, а не как капитальные активы.

John Smith обладает **запасами (stocks)** на сумму £50 000. Они в основном состоят из запасов сырья, из которого будут изготавливаться пресс-папье, и запасов готовых пресс-папье, которые еще не проданы.

Статья **дебиторы (debtors)** показывает те деньги, которые должны нашей компании те покупатели, которые купили пресс-папье, но еще не заплатили за них. Фактически *John Smith* временно кредитует своих покупателей на сумму £35 000, не получая с них никаких процентов. **Товарный кредит (trade credit)** подобного рода является фактом деловой жизни, но он создает некоторые проблемы, особенно для молодых компаний. *John Smith* должна нести издержки производства пресс-папье, которые требуют денежных средств, а оплачиваются потребителями с задержкой по времени.

Наконец, оборотные активы включают **наличные денежные средства (cash)** в размере £5000, находящиеся в банке.

Следовательно, общие активы компании составляют £118 000: £28 000 основного капитала и £90 000 оборотных средств. Этот показатель известен как **общий баланс (balance sheet total)**. Он отражает все, чем владеет компания *John Smith*.

Текущие обязательства

Далее мы быстро разберемся со всеми долгами компании. Краткосрочная задолженность отражается как **текущие обязательства (current liabilities)**, или «кредиторы (суммы со сроком погашения до 1 года)». Они противоположны текущим активам и, следовательно, вычитаются из оборотных средств баланса для получения **чистых оборотных активов (net current assets)** (или **чистых текущих обязательств, net current liabilities**, если текущие обязательства превышают оборотные средства).

Первой строкой текущих обязательств являются **товарные кредиторы (trade creditors)** на сумму £20 000. Она представляет собой противоположность задолженности дебиторов. Эта статья говорит о той сумме средств, которую компания должна за полученные, но еще не оплаченные товары и услуги. Другими словами, это во многом похоже на беспроцентный кредит для компании: **товарный кредит**, от которого компания выигрывает.

Каждый год компания должна проводить отчисления из своей прибыли на цели **корпоративного налога (corporate tax)**. Корпоративный налог выплачивается периодически. Компания всегда знает величину налога и ту сумму, которую еще не перечислила. Соответственно он проявляется в виде обязательства на сумму £6000 в рубрике **налоги к оплате (tax payable)**.

Далее следует **дивиденд (dividend)**, который компания намеревается выплатить. Обычно компания стремится получить одобрение от своих акционеров в отношении размера дивиденда, который она намеревается выплатить, и до тех пор, пока они не проголосуют за одобрение дивиденда на общем годовом собрании акционеров, которое происходит по крайней мере через три не-

дели после того, как акционеры получили отчеты компании, он остается краткосрочным обязательством: чем-то, что необходимо выплатить в недалеком будущем. Публичная компания обычно выплачивает свои дивиденды в два этапа: **промежуточный дивиденд (interim dividend)** на протяжении года и **окончательный дивиденд (final dividend)** (который является той выплатой, за которую обычно голосуют акционеры), когда становится известной прибыль за весь год. Следовательно, сумма этого окончательного дивиденда будет отражаться как обязательство.

Наконец, компания задолжала £8000, которые она заняла при помощи **овердрафта**. Так как овердрафт с технической точки зрения погашается по первому требованию, он должен показываться как текущее обязательство.

Вычитание текущих обязательств на сумму £38 000 из величины оборотных активов в £90 000 дает нам сумму чистых текущих активов £52 000.

Долгосрочный долг

Основные средства плюс чистые оборотные средства дают показатель, описываемый как **общие активы за вычетом текущих обязательств (total assets less current liabilities)**. Из этой суммы £80 000 мы еще должны выделить **средне- и долгосрочный долги (medium- and long-term debts)**, которые показываются под заголовком «кредиторы (суммы со сроком погашения свыше 1 года)» (**creditors: amount due in more than one year**) перед тем, как войти в раздел чистых активов. В нашем случае *John Smith* заняла £30 000 в виде срочного кредита. Это банковская ссуда, обычно на срок от трех до семи лет, и погашается в рассрочку.

Показатель чистых активов

Разобравшись со всеми долгами компании, мы обнаруживаем, что компания «стоит» £50 000 — это показатель **чистых активов (net assets)**. Это бухгалтерская оценка **капитала** компании. Она не говорит нам о том, сколько компания могла бы стоить на фондовом рынке. Показатель чистых активов складывается из взносов четырех акционеров — учредителей компании на сумму 40 000, обеспеченных подпиской на 40 000 обыкновенных акций номинальной стоимостью £1, плюс £10 000 прибыли, которые заработала компания и **реинвестировала** в бизнес, вместо того чтобы выплатить их в качестве дивидендов. Эти две статьи вместе образуют **средства акционеров (shareholders' funds)** в £50 000.

После рассмотрения отдельных статей переведем их в картину финансового положения компании. Итак, она владеет активами на сумму £118 000 (основные средства плюс оборотные

средства). Откуда взялись деньги для приобретения этих активов? Компания успешно заняла (частично в виде товарного кредита) £38 000 — это срочная ссуда. Уберите эти две статьи из суммы активов, и у вас останется £50 000. Откуда взялись деньги для этих оставшихся активов на сумму £50 000? Вот ответ: £40 000 были вложены в акционерный капитал первоначальными учредителями и £10 000 были «отложены» из прибыли от деятельности в течение года.

Лeverидж

Важную роль в бизнесе играет соотношение между заемными средствами (долгом) и деньгами акционеров (капиталом компании). Заемные деньги должны быть когда-то выплачены, хотя до этого может быть далеко. В краткосрочном плане более важно то, что по заемным средствам должен выплачиваться процент, и он должен выплачиваться вне зависимости от того, получает ли компания или нет достаточные для этого прибыли. Компания, которая существует преимущественно на заемные деньги, может оказаться в большой беде, если она терпит убытки на протяжении года или около того. Если она не в состоянии выплатить процент по кредитам, кредиторы могут попросить свои деньги назад, что обычно приводит к ликвидации предприятия.

Мобилизация капитала через эмиссию акций (equity finance) не несет с собой подобной опасности для компании. В хорошие времена акционеры пожинают вознаграждение от успеха компании обычно в виде растущих дивидендов. Но если компания не хочет попасть в неприятности и понести убытки, она не должна платить вообще никаких дивидендов по обыкновенным акциям. По этой причине акционерный капитал также называется **рисковым капиталом (risk capital)**: акционер рискует своими деньгами.

Соотношение между заемными деньгами и деньгами акционеров в бизнесе известно как **леверидж (gearing, или leverage в Соединенных Штатах)**. Это термин, который также употребляется и в других контекстах. **Компания с высоким левериджем (high-g geared company)** — это такая компания, которая имеет крупную сумму заемных средств по отношению к своему капиталу или средствам акционеров. **Компания с низким левериджем (low-g geared company)** имеет большой капитал и мало заемных средств. Подходящий набор из заемных средств и акционерного капитала зависит от вида бизнеса (см. главу 4). Если журналист указывает на то, что компания обладает высоким левериджем, он, возможно, предполагает, что это хорошо для акционеров, если дела компании идут хорошо. Если дела компании идут неважно, он, возможно, дает предупредительный сигнал.

Основные статьи Отчета о прибылях и убытках

Далее, посмотрим на сведения о прибылях компании за последний год, которые показаны в Отчете о прибылях и убытках (P&L) (табл. 3.2).

Таблица 3.2

| John Smith & Co. Ltd | |
|--|---------------|
| Годовой отчет о прибылях и убытках | |
| | £ |
| Выручка (оборот) | 200 000 |
| ОПЕРАЦИОННАЯ ПРИБЫЛЬ | 24 000 |
| Минус | |
| ВЫПЛАЧЕННЫЕ ПРОЦЕНТЫ | 4000 |
| Остаток | |
| ПРИБЫЛЬ ОТ ОБЫЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ДО УПЛАТЫ НАЛОГОВ | 20 000 |
| Минус | |
| ПРИБЫЛЬ ПОСЛЕ НАЛОГОВ, ПРИНАДЛЕЖАЩАЯ АКЦИОНЕРАМ | 14 000 |
| Минус | |
| ДИВИДЕНДЫ | 4000 |
| Остаток | |
| НЕРАСПРЕДЕЛЕННАЯ ПРИБЫЛЬ | 10 000 |
| Прибыль на обыкновенную акцию | 35 пенсов |
| Дивиденды на обыкновенную акцию | 10 пенсов |

Оборот и прибыль

Большинство терминов объясняют сами себя. Все они не обязательно имеют точное юридическое или бухгалтерское значение, и некоторые из них могут использоваться немного другим образом. Оборот (turnover) в £200 000 — это общая стоимость всех товаров и услуг, проданных компанией третьим лицам в процессе обычного ведения бизнеса, иногда он называется **продажи (sales)**. Этот показатель обычно не включает в себя разные налоги (подобные НДС), включаемые в эти товары и услуги.

Разница между оборотом и **операционной прибылью (operating profits)** в £24 000 — это издержки, которые несет компания в своей деятельности на протяжении года: заработная плата, рента, сырье, издержки реализации и т. д. Они в большей или меньшей степени раскрываются в **примечаниях к счетам (notes to**

the accounts) (которые содержат множество информации и иногда больше, чем сами отчеты). Указанные издержки также включают в себя зарплату директоров, гонорар аудиторов и сумму, которая откладывается на амортизацию фабрики и оборудования (эти статьи также будут подробно отражаться в примечаниях к отчетам). Операционная прибыль — это то, что остается после вычета данного вида издержек из оборота.

Следующий вычет — это проценты, которые компания платит по кредитам всех видов (для удобства мы игнорируем тот факт, что она также может получать небольшой процент по своим временным остаткам на банковских счетах). В примечаниях этот процент должен быть расписан между процентом по краткосрочным заимствованиям и процентом по долгосрочным заимствованиям. Овердрафт технически представляет собой очень краткосрочное заимствование.

После вычитания выплаченных процентов у нас остается сумма £20 000 для **прибыли от обычной деятельности до уплаты налогов**. Для простоты это может быть названо **прибылью до вычета налогов (pre-tax profit)** и является наиболее часто цитируемым показателем прибыли компаний как в прессе, так и где-либо еще.

Налоговые изъятия

Следующим свой кусок отрезает представитель налоговой службы. Компании платят корпоративный налог (corporation tax) со своей прибыли, после чего вычитаются все остальные издержки, за исключением дивидендов. Ставки налогов изменяются довольно часто, и примеры могут быстро устареть. Чтобы быть последовательными, мы использовали на протяжении всей книги ставку корпоративного налога в 30% (за исключением тех мест, где это особо оговаривается), поскольку такая ставка применялась в течение 2000/2001 финансового года. Но точная ставка налога, которую компании платят со своей прибыли, будет зависеть от ряда факторов, включающих долю прибыли, полученную за границей, и разные доступные налоговые скидки. Мы также проигнорировали тот факт, что существует более низкая ставка корпоративного налога, который на практике применяется к небольшим компаниям, подобным фирме *John Smith*.

Система налогообложения компаний обычно включает в себя сложности, которые часто представляют собой головоломку для неспециалистов. Это касается **авансового корпоративного налога (Advance Corporation Tax, АСТ)**. Хотя он и был отменен с 1999 г. (со значительными издержками для компаний и их акционеров), вы все еще встретите ссылки на старую **систему временного налога (imputation tax system)**, которая вобрала в себя

АСТ, и соответственно необходимо кратко ее объяснить. В соответствии с этой системой корпоративный налог, выплачиваемый компанией, покрывал обязательство по выплате базовой ставки подоходного налога на дивиденды, которые получали акционеры. Поэтому тот, кто платил налог по базовой ставке, не должен был платить дополнительный налог на свои дивиденды, считалось, что корпоративный налог, выплаченный компанией, покрывал его. Акционеры, освобожденные от уплаты налога, в частности **пенсионные фонды**, могли воспользоваться свидетельством о **налоговом кредите (tax credit)**, которое они получали вместе с дивидендами, чтобы потребовать возвращения налога. Считалось, что этот налог выплачивался компанией от их имени. Если налоговый кредит составлял 20% валовой дивидендной выплаты, это означало, что 80 пенсов, полученные пенсионным фондом в виде дивидендов, реально стоили 100 пенсов, если речь шла о возвращении налогов.

Теперь, когда АСТ отменен, те, кто не является налогоплательщиком, больше не получают налогового кредита, который они могут себе возместить. Таким образом, стоимость дивиденда в 80 пенсов, полученного пенсионным фондом, снижается со 100 пенсов до 80, а это означает резкое падение его доходов. Но хотя сейчас никто (за исключением благотворительных организаций, в отношении которых существуют временные переходные соглашения) не может потребовать обратно налог на дивиденд, остатки старой системы сохраняются. Ставка подоходного налога на дивиденды для налогоплательщика, платящего по стандартной ставке, сегодня составляет 10%, а для тех, кто платит по повышенной ставке, — 32,5%. Считается, что корпоративный налог, выплачиваемый компанией, покрывает эту стандартную обязательную ставку в 10%. Следовательно, налогоплательщик, платящий стандартную ставку, не должен платить налог с получаемых дивидендов, а налогоплательщик с повышенной налоговой ставкой снова может компенсировать эти 10% из общего налога на его дивиденды.

Прибыль на акционерный капитал, дивиденды и удержания

Прибыль после уплаты налогов, **предназначенная акционерам (profit after tax attributable to shareholders)**, или **чистая прибыль (net profit)**, значит гораздо больше, чем она говорит. При условии, что нет дальнейших вычетов, она принадлежит акционерам или собственникам компании и может рассматриваться как **прибыль на акционерный капитал (equity earnings)**. Компания сама решает, сколько из этой прибыли должно быть выплачено в виде дивидендов и сколько должно быть оставлено в деле, чтобы помочь профинансировать

расходы компании. Большинство компаний на ранних стадиях своего развития нуждаются во всех деньгах, которые они могут собрать, и склонны оставлять значительную часть прибыли в деле. Что касается компании *John Smith & Co.*, то она решила выплатить около трети своей прибыли — £4000 — в виде дивидендов и «капитализировать» оставшиеся £10 000, которые соответственно описываются как **нераспределенные прибыли (retained earnings)** или **удержания (retentions)**. Сумма наличных, которые находятся в распоряжении компании, и та сумма, которая остается в бизнесе, повлияют на решение о дивидендах, которое зависит не только от уровня заработанных прибылей. Заметим, что иногда компании выплачивают наличные своим акционерам в иных формах, чем дивиденд; об этом рассказывает глава 9. Иногда акционерам также предоставляется шанс получить свои дивиденды акциями, а не деньгами (*scrip dividend* — см. главу 9). Посмотрите также статью **дивиденд от иностранных доходов (foreign income dividend)** в глоссарии. Но в случае с компанией *John Smith* подобных сложностей нет.

Помните, что £10 000 нераспределенной прибыли принадлежат акционерам, точно так же как и £4000, которые они реально получили в виде дивидендов, вот почему они показываются в балансе как часть средств акционеров под названием **резервы, сформированные из прибыли (revenue reserves)** или **резервы по счету прибылей и убытков (profit and loss account reserves)**.

Сумма £4000, выплаченная в виде дивидендов, делится поровну между 40 000 акций номиналом в £1. Обычно дивиденд выражается в сумме (в пенсах) на акцию. В нашем случае дивиденд составляет 10 пенсов на обыкновенную акцию.

Второстепенные сложности

Данные, показанные для компании *John Smith & Co.*, явно упрощены. Они иллюстрируют цифры, на которых основываются объясняемые в дальнейшем инвестиционные коэффициенты. Но некоторые технические моменты надо коротко упомянуть.

Если компания имеет доли в **ассоциированных (дочерних) компаниях (interests in associated companies)** или в **связанных компаниях (related companies)** (компании, которые не являются дочерними, но где имеется значительная доля участия в акционерном капитале, — см. главу 5), она будет показывать это отдельной статьей в соответствии с ее долей прибыли в этих компаниях и включать в показатель прибыли до уплаты налогов.

Прибыль после уплаты налогов не всегда будет той же самой, что и прибыль, предназначенная акционерам, или **прибыль на акционерный капитал**. Во-первых, компания, возможно, должна производить вычет в **интересах миноритарных акционе-**

ров (minority interests) или в **интересах внешних акционеров (outside shareholders' interests)**. Они возникают тогда, когда материнская компания контролирует дочерние компании, но не владеет всеми акциями этих компаний. Предположим, что наша компания имеет дочернюю под названием *Super Stampings*. Компания *Smith* владеет 70% акций *Stampings*, а первоначальные основатели *Stampings* владеют остальными 30%. Поэтому 30% прибылей этой компании принадлежат ее **миноритарным акционерам (minority shareholders)**. *Smith* включает все прибыли *Stampings* в показатель своей операционной прибыли, но производит вычет после уплаты налогов на сумму чистой прибыли *Stampings*, принадлежащей миноритарным держателям акций.

Во-вторых, компания может иметь в составе своей эмиссии **привилегированные акции (preference shares)** (см. главу 5). В этом случае дивиденды по привилегированным акциям должны вычитаться из суммы чистой прибыли. И миноритарное участие, и дивиденды по привилегированным акциям должны учитываться до получения чистой прибыли или доходов, которые принадлежат обычным акционерам *Smith*.

В-третьих, цель любого обозревателя по инвестиционным вопросам — оценить способность компании приносить прибыль в настоящем и в будущем. Это означает, что ему может потребоваться скорректировать опубликованные цифры прибыли, чтобы исключить одноразовые позиции, которые искажают прибыль в конкретном году. И снова небольшая история поможет объяснить это положение. В прошлом указанные позиции обычно появлялись под заголовком **исключительные статьи (exceptional items)** или **экстраординарные статьи (extraordinary items)**. Они могли включать в себя такие позиции, как издержки, понесенные в связи с закрытием дочерней компании, или неожиданные прибыли от продажи лишней фабрики. Ни одна из этих позиций не будет являться обычной чертой деятельности компании.

«Исключительные» позиции прибавлялись или вычитались в опубликованных отчетах **выше черты** (за пределами основной части бюджета) — до получения показателя прибыли до уплаты налогов. Однако «экстраординарные» статьи не влияли на опубликованные данные о прибыли до уплаты налогов или опубликованные прибыли, но вычитались **ниже черты** после определения показателя **чистой прибыли после уплаты налогов**. Что относить к «исключительным» и что относить к «экстраординарным» статьям, было предметом определенных споров. На практике часто случалось так, что компании рассматривали благоприятные статьи, вроде неожиданных прибылей, как «исключительные» и, следовательно, включали их в публикуемые показатели прибыли до уплаты налогов. Неблагоприятные однократные позиции, та-

кие как издержки закрытия фабрики, рассматривались скорее как «экстраординарные» и вычитались после уплаты налогов, когда их нельзя было так легко обнаружить.

Но подобная форма **маскировки** не ушла от внимания бухгалтерских органов, и в действительности вступили новые стандарты бухгалтерской отчетности, **FRS 3**, которые обязывали компании рассматривать, по сути, все одноразовые позиции как «исключительные» и их прибавляли или вычитали до получения прибыли или до определения доходов на акцию. Хотя это компенсировало прежние злоупотребления, однако это также привело к появлению прибылей, которые стали иногда гораздо более изменчивы и не обязательно отражали текущие возможности компании по производству прибыли. Итак, из-за изменчивости **прибылей по стандарту FRS 3** инвестиционный аналитик обычно рассчитывает показатель прибыли для текущих операций компании, который исключает одноразовые позиции. Многие компании сами публикуют текущие показатели прибыли — иногда на них ссылаются как на **первичные прибыли (headline earnings)**, а также обязательные прибыли по стандарту FRS 3.

Бухгалтерский стандарт FRS 3 также обязывает компании показывать деление своих прибылей между продолжающимися операциями, прибылями от новых предприятий, приобретенных в течение года, и прибылями от предприятий, которые соответственно были закрыты или проданы. В новом тысячелетии, вероятно, будут дальнейшие изменения отчетности, по которой компании будут представлять свою деятельность. В частности, дискуссия идет о новой форме Отчета о прибылях и убытках, который показывал бы не только те прибыли, которые определены в текущей форме, но также и изменения в стоимости предприятия, возникающие в результате переоценки активов и тому подобных изменений.

Бухгалтерская система и инфляционная бухгалтерия

Отчеты, которые мы просмотрели, готовятся в соответствии с **конвенцией прошлых издержек (historical cost convention)**. Это традиционный способ подготовки отчетов в той форме, которая требуется для большинства налоговых и юридических целей. Он означает, что большинство статей — особенно основные средства и запасы — обычно отражаются по своим первоначальным издержкам за минусом отчислений на амортизацию или другие необходимые списания. Главным исключением является то, что объекты собственности иногда подвергаются переоценке, при этом в балансовый отчет включаются новые стоимости.

В период высокой инфляции бухгалтерия, основанная на прежних издержках, может вводить пользователей отчетов в заблуждение. Стоимость замены заводских помещений и оборудования будет гораздо выше, чем когда за нее платили в первый раз. Запасы сырья и материалов будут стоить дороже в случае своего возмещения.

Для преодоления этой проблемы разработаны разные формы **инфляционной бухгалтерии (inflation accounting)**, предусматривающей **учет затрат по восстановительной стоимости (replacement cost accounting)**, чтобы дополнить или заменить отчеты на основе прошлых издержек. Перед тем как получить показатели прибыли, будут делаться вычеты для более высоких издержек замены основных фондов и запасов (существуют и другие корректировки, но эти самые важные). Для большинства компаний результат состоит в том, что прибыли в этих отчетах будут ниже тех, которые показываются согласно концепции прошлых издержек. Вы до сих пор можете увидеть в прессе ссылки на отчетность, учитывающую инфляционные процессы. Но при более низких темпах инфляции, которые преобладали в 1990-х гг., такие корректировки не проводятся. Поэтому и дебаты о достоинствах различных систем бухгалтерского учета поутихли. Однако бухгалтерские власти предоставляли компаниям возможность показывать больше статей в своих отчетах по текущей стоимости и меньше статей по прошлой стоимости.

Интернет-указатели

Есть ряд веб-сайтов, которые специализируются по компаниям и их делам. Большинство ведущих компаний, акции которых котируются на фондовой бирже, имеют свои собственные веб-сайты. Они достаточно информативны и предоставляют самые последние данные. Вы можете легко до них добраться через связующий сайт Питера Темпла, чей адрес www.cix.co.uk/~ptemple/. Подробности о компаниях, прошедших листинг, полезные с точки зрения инвесторов, находятся на веб-сайте Хэмингтона Скотта www.hemscott.net/. Регистр компаний имеет свой веб-сайт по адресу www.companieshouse.gov.uk/, на котором бесплатно предлагается базовая информация по всем компаниям, акции которых котируются на бирже, и вы можете найти пояснения, как получить более подробную информацию. А информация по бухгалтерским стандартам, которым должны соответствовать компании, находится на веб-сайте Совета по бухгалтерским стандартам по адресу www.asb.org.uk/. Организация *ProShare* по адресу www.proshare.org.uk/ предлагает очень подробный путеводитель по публикуемым отчетам.

Глава 4. Инвестиционные коэффициенты

После первого ознакомления с основными бухгалтерскими документами мы можем взглянуть на то, как они используются для комментариев о состоянии и перспективах компании. Существует два основных способа получения коэффициентов, на которых часто основываются инвестиционные оценки. Вот пример.

«После льготной эмиссии обыкновенных акций для распределения среди существующих акционеров в июле прошлого года *Super Silicon* получила £4 млн в форме наличных или их близких заменителей для того, чтобы использовать их для запланированной программы расширения, а доля заемных средств в процентах от средств акционеров уменьшилась до 14%».

Это сообщение показывает, что у *Super Silicon* вряд ли кончатся деньги (что хорошо) и что у нее низкий показатель левериджа (что, возможно, тоже является хорошей новостью). Чего не делает это сообщение, так это не говорит нам, выглядят ли акции дешевыми или дорогими при текущем уровне цены на акции. Возьмем следующий пример.

«Благодаря процентным выгодам от поступлений в результате прошлогодней продажи льготной эмиссии для существующих акционеров *Super Silicon* должен обеспечить доход в 12 пенсов на акцию на увеличившийся капитал. При цене 180 пенсов за акцию это предполагает перспективный показатель отношения прибыли к рыночной цене акции, равный 15, который заметно ниже среднего по отрасли».

Разница между указанными сообщениями прежде всего заключается в том, что во втором случае прямо не комментируются перспективы *Super Silicon*. В нем эти перспективы связаны с рыночной ценой акций. Так что читатели могут сформировать свой взгляд на то, дорого или дешево стоят эти акции.

Два вида финансовых коэффициентов

Актив только тогда является хорошей инвестицией, когда вы покупаете его по правильной цене. *Super Silicon* может быть прекрасной компанией и может быть такой на протяжении

многих лет. Однако это не означает, что ее акции всегда будут хорошей покупкой. Как и в каких-то других случаях, есть моменты, когда вы можете заплатить слишком много даже за самое лучшее, хотя, очевидно, лучше заплатить слишком много за что-то, что внутренне хорошо, чем за кучу хлама.

Итак, есть два ряда **финансовых коэффициентов (financial ratios)**, применяемых в отношении компаний: коэффициенты, которые что-то говорят нам об операциях и здоровье компании сами по себе, и те, которые соотносят эффективность компании с ценой, которую вы должны были бы заплатить за эти акции.

Прибыль

Во-первых, давайте посмотрим на саму компанию. Снова взглянем на Отчет о прибылях и убытках для компании *John Smith & Co.* (см. табл. 3.2). Он свидетельствует о том, что компания получает прибыль. Но как можно количественно соизмерить эту прибыль с характеристиками прибыли других компаний? Одним из наиболее общепринятых показателей является **прибыль (profit margin)**. Если мы возьмем прибыль до уплаты налогов в £20 000 и оборот в £200 000, ясно, что 10% того, что компания получает от продажи своей продукции после оплаты всех издержек и накладных расходов, и есть прибыль. Поэтому прибыль до уплаты налогов равна 10% от оборота. Эта цифра сама по себе значит немного. Но если мы сравним ее с другими компаниями в той же самой области, это может дать нам полезную информацию.

Предполагая, что есть другой производитель пресс-папье и что он получает прибыль до уплаты налогов в размере только 6%, мы могли бы сказать, что *John Smith & Co.* является более успешной компанией. Если отчеты следующего года показывают, что прибыль *John Smith* увеличилась до 11,5%, мы могли бы сделать вывод, что она еще больше укрепляет свое конкурентное положение. С другой стороны, если оборот удвоился (£400 000), но прибыль опустилась до 9%, могло бы показаться, что *John Smith* решила удовлетвориться меньшей рентабельностью для того, чтобы увеличить свой оборот, возможно, за счет снижения цен или предложения более высоких оптовых скидок. Если товарооборот упал до £180 000 и прибыли упали до £9000 (прибыль до уплаты налогов равна 5%), стало бы ясно, что что-то пошло не так: возможно, конкуренты сами установили более низкие цены и нанесли сильный удар по бизнесу *John Smith*.

Ни один показатель сам по себе не дает полной картины, и может оказаться опасным сразу делать выводы. Однако, взяв их вместе с другими показателями из отчетов и используя иную информацию о компании, мы можем предложить ценные подсказки.

Леверидж доходов

Следующий показатель, который мы рассмотрим, — это **леверидж**, или в данном случае **леверидж доходов (income gearing)**. Какая часть операционной прибыли идет на выплату процентов? *John Smith* приносит операционную прибыль в £24 000, из которой £4000 идет на выплату процентов. Это важно, потому что компания должна платить проценты вне зависимости от того, сколько прибыли она получает. Леверидж доходов обычно рассчитывается путем отнесения процентных платежей к прибыли до вычета процентных выплат и умножается на 100%. В нашем случае £4000 в процентах от £24 000 составляет 16,7%. Другой способ выражения этого соотношения состоит в том, чтобы сказать, что **процентное покрытие (interest cover)** равно 6 (24 разделить на 4), т. е. что компания могла бы покрыть счета по своим процентным выплатам из собственных прибылей 6 раз.

Во всяком случае, показатель левериджа доходов *John Smith* достаточно низкий, и, чтобы понять всю важность левериджа, нам потребуется более экстремальный пример. Возьмем компанию, чей Отчет о прибылях и убытках выглядит так, как показывает табл. 4 1.

Таблица 4 1

| | £ |
|---------------------------|---------------|
| ОПЕРАЦИОННАЯ ПРИБЫЛЬ | 100 000 |
| Минус | |
| ВЫПЛАЧЕННЫЕ ПРОЦЕНТЫ | <u>50 000</u> |
| Остаток | |
| ПРИБЫЛЬ ДО УПЛАТЫ НАЛОГОВ | <u>50 000</u> |

Затем предположим, что компания не увеличивает и не уменьшает свои заимствования и что процентные ставки остаются неизменными. Допустим также, что компания увеличивает свою операционную прибыль на 50% — до £150 000. Тогда Отчет о прибылях и убытках будет выглядеть так, как в табл. 4 2.

Таблица 4 2

| | £ |
|---------------------------|----------------|
| ОПЕРАЦИОННАЯ ПРИБЫЛЬ | 150 000 |
| Минус | |
| ВЫПЛАЧЕННЫЕ ПРОЦЕНТЫ | <u>50 000</u> |
| Остаток | |
| ПРИБЫЛЬ ДО УПЛАТЫ НАЛОГОВ | <u>100 000</u> |

Итак, при увеличении операционной прибыли на 50% прибыль до уплаты налогов выросла на 100%. Поскольку прибыль после вычета из нее налогов будет принадлежать владельцам компании, леверидж очень сильно работает в пользу акционеров. Но возьмите ту же сумму, предполагая 50%-ное падение операционной прибыли (табл. 4.3)

Таблица 4 3

| | £ |
|---------------------------|---------------|
| ОПЕРАЦИОННАЯ ПРИБЫЛЬ | 50 000 |
| Минус | |
| ВЫПЛАЧЕННЫЕ ПРОЦЕНТЫ | <u>50 000</u> |
| Остаток | |
| ПРИБЫЛЬ ДО УПЛАТЫ НАЛОГОВ | <u>0</u> |

Потребовалось падение прибыли всего лишь на 50%, чтобы полностью уничтожить прибыль, которая принадлежит акционерам. Если бы операционная прибыль упала более чем на 50%, компания стала бы нести убытки.

Уровень левериджа у компаний, работающих в разных отраслях, существенно различается. Но следует иметь в виду, что высокая финансовая зависимость допустима для компании, чей доход является очень стабильным и находится на растущем тренде. Например, для компаний по управлению собственностью, которые извлекают свой доход от сдачи в аренду хороших коммерческих зданий. Это не подошло бы для компании, чьи прибыли в состоянии за один год быстро возрасти, а на следующий год упасть.

Последствия изменения процентных ставок

И еще одно заключительное замечание о леверидже доходов. Он может быстро изменяться, не только когда операционные прибыли компании могут взлететь или упасть. Процентные выплаты также могут изменяться вверх или вниз, когда изменяется общий уровень **процентных ставок**. Вот почему вы должны более внимательно посмотреть на заимствования компании: занимает ли она эти деньги на длительный срок под **фиксированный процент (fixed rate of interest)** (в этом случае процентные выплаты не будут затрагиваться повышением или падением процентных ставок), или она делает займы на условиях **переменной (variable)** или **плавающей (floating)** процентных ставок, которые будут меняться вместе с общим движением процентных ставок.

В том примере, который мы взяли, удвоение ставки процента привело бы к тому, что компания должна была бы выплачивать половину своей операционной прибыли. Поэтому компания с высоким левериджем, или финансово зависимая компания, ориентированная на кредиты с переменной процентной ставкой, может столкнуться с опасностью в период резкого повышения последних. Когда процентные ставки действительно переживают серьезные изменения, инвестиционные аналитики и пресса склонны просматривать статистику левериджа в поисках компаний, которые сильно пострадают от роста процентных ставок или выиграют от их снижения. Но в наши дни они должны соблюдать определенную осторожность. Компания могла бы использовать различные методики, чтобы защитить себя от роста процентных ставок, но об этом позже.

Прибыли на акцию

Следующее вычисление касается **прибыли после уплаты налогов, или чистой прибыли (net profit)**. В случае компании *John Smith & Co.* это то же самое, что **чистая прибыль после уплаты налогов, предназначенная собственникам, или доступная для владельцев обыкновенных акций, или доход на акционерный капитал**. И вновь этот показатель не очень полезен сам по себе, хотя мы можем изобразить на графике его рост или падение за определенный период. Ключевой информацией здесь является сумма прибыли, которую компания приносит на каждую акцию из эмиссии. И чтобы ее получить, мы просто делим чистую прибыль на количество акций в эмиссии; результат этого действия обычно выражается в пенсах. *John Smith* имеет 40 000 акций, на которые она зарабатывает £14 000, или 1 400 000 пенсов. Это составляет 35 пенсов на каждую акцию (**earnings per share, eps**).

Рост или падение этого показателя с течением времени является важной характеристикой, возможно, самой важной для оценки той работы, которую компания делает для своих акционеров. Когда компания показывает одноразовые прибыли или убытки в своих отчетах, возможно, вы будете использовать скорректированные оценки прибыли на акцию вместо официальных показателей дохода на акцию в соответствии со стандартом FRS 3. Почему данные о прибыли на акцию более важны, чем простые цифры прибыли? Ответить на этот вопрос нам поможет пример.

Предположим, что *John Smith & Co.* решила поглотить другую компанию, в точности похожую на нее саму, в обмен на акции. Она выпускает 40 000 новых акций и обменивает их на акции той компании, которую она поглощает. Теперь укрупненная *John*

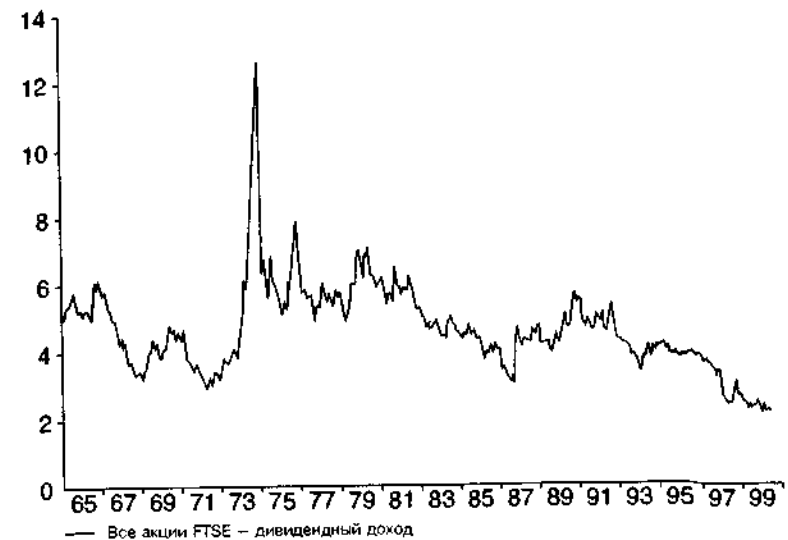


Рис 4.1 Дивидендный доход с 1965 г. Как изменялся дивидендный доход в зависимости от состояния фондового рынка — график показывает средний доход по акциям в Общем индексе FTSE. Взлет в 1974 г. отмечает коллапс цен на акции в этот период, а меньший, но более быстрый прыжок в 1987 г. отражает крах фондового рынка в октябре этого года. Но доходы по акциям с позиции исторического критерия в ходе тысячелетия действительно выглядели очень низкими (т.е. цены на акции были очень высокими).
Источник: *Datastream*

Smith & Co. имеет объединенную чистую прибыль в £28 000 (ее собственные £14 000 плюс £14 000 от той компании, которую она купила). Следовательно, ее чистая прибыль удвоилась, что выглядит впечатляюще. Но количество акций компании в эмиссии также выросло в два раза, до 80 000. Разделите £28 000 чистой прибыли на 80 000 акций, и вы получаете прибыль на акцию в размере 35 пенсов. По крайней мере в краткосрочном периоде акционер *John Smith & Co.* не улучшит своего положения.

Когда мы оглядываемся назад на прибыли компании, легко упустить тот факт, что значительная часть роста могла бы происходить из-за **поглощения (acquisition)** или эмиссии дополнительных акций за наличные. Но посмотрите на данные о прибыли на акцию, и вы получите гораздо лучшую картину того, действительно ли компания увеличила сумму своей прибыли, которую она зарабатывает для своих акционеров.

Авторы склонны толковать о **внутреннем росте (internal growth)** или **органическом росте (organic growth)** применительно к росту прибыли, которую генерирует компания в процессе своей деятельности, и **росте от поглощений (growth by acquisition)**

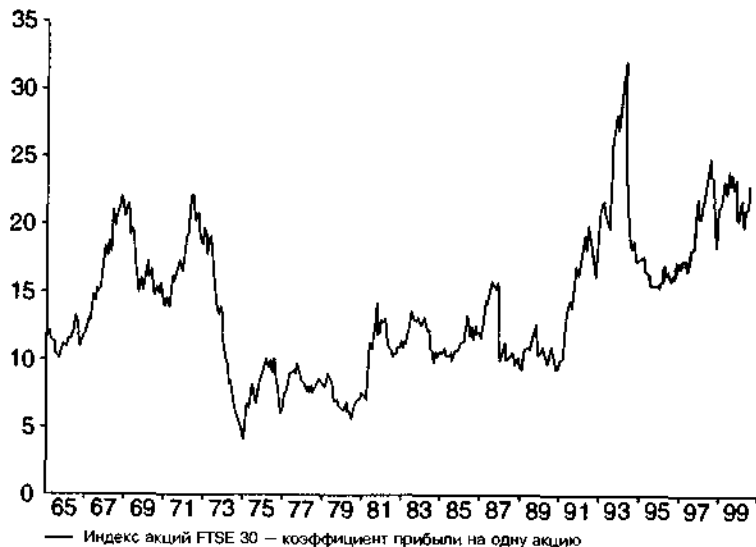


Рис 4.2 Изменение по годам коэффициента прибыли на акцию Среднее значение коэффициента прибыли на акцию (PE) является вполне хорошим показателем унастроения рынка акций, хотя его нужно интерпретировать с некоторой осторожностью. Если средний коэффициент PE (в этом случае для Индекса акций FT 30) растет, это означает, что цены акций растут быстрее прибыли компаний, как это и было в 1990-х гг. Падение среднего показателя PE менее чем до 5% в 1974 г отражает жесткость коллапса цен на акции в этот период, в то время как пик в начале 1990-х гг отражает резкое падение прибылей компаний в ходе рецессии, а не повышение цен акций на фондовом рынке
Источник Datastream

или **внешнем росте (external growth)** применительно к увеличению прибыли, возникающему в результате приобретения другого предприятия.

Дивиденды на акцию

Данные о величине дивидендов — £4000 в случае *John Smith & Co.* обычно также выражаются в расчете на одну акцию. Разделите эту сумму на 40 000 акций в эмиссии, и вы получаете 10 пенсов на акцию. Вспомним, что дивиденды больше не имеют свидетельств (ваучеров), позволяющих тем, кто не платит налогов, требовать возврата налога, заплаченного компанией. Но акционеры, платящие налог по стандартной ставке, не должны платить дальнейший налог с тех 10 пенсов, которые они получили. Для понимания последствий этого смотри статью в глоссарии **grossing up** (расчет общей суммы дохода до уплаты налогов, эквивалентной данному чистому доходу после уплаты налогов).

Дивидендное покрытие

Вспомним, что дело директоров решать, какую часть прибыли направить на выплату дивидендов, хотя в принципе акционеры имеют шанс и не одобрить это решение. В нашем случае £4000 были выплачены из суммы £14 000, доступной для обычных акционеров. **Дивидендное покрытие (dividend cover)**, таким образом, составляет 3,5 раза — это результат деления £14 000 имеющейся в наличии прибыли на выплаченную сумму £4000. Дивидендное покрытие является важным показателем безопасности дивидендов — чем больше это покрытие, тем меньше шанс, что компания будет вынуждена снизить или пропустить (совсем не выплачивать) свои платежи, если падают прибыли. На практике компании иногда продолжают выплачивать дивиденд, даже если они временно несут убытки, тогда они берутся из **резервов** (см. далее). Но они не могут делать это бесконечно. Данные о дивидендном покрытии также служат показателем максимального дивиденда, который компания могла бы выплачивать, если бы она распределяла между акционерами всю прибыль.

Нераспределенная прибыль и денежный поток

Заключительная строка отчета о прибылях и убытках в табл. 3.2 — **нераспределенная прибыль** в £10 000. Это деньги, **реинвестированные** в компанию. Но амортизация (£2000 в случае с *John Smith*) также представляет собой деньги, вложенные обратно в бизнес, хотя возвращаются они для того, чтобы обеспечить постепенную замену зданий и оборудования. Понятие **денежный поток (cash flow)** часто используется для определения (характеристики) комбинации из амортизации и нераспределенной прибыли, поскольку обе эти статьи представляют собой деньги, которые остаются в компании из суммы ее прибыли и могут быть использованы для удовлетворения возникающих у нее потребностей. Если вы знаете, что *John Smith* потребует потратить £10 000 на новый завод и оборудование на протяжении следующего года, вы могли бы посмотреть на денежный поток, чтобы определить, может ли компания покрыть эти капитальные расходы из тех денег, которые получены ею от ведения бизнеса. При потоке наличности в £12 000 она может это сделать (при условии, что этот уровень сохранится в следующем году), хотя для этого, возможно, потребуются еще деньги для дополнительного **оборотного капитала (working capital)** (чтобы профинансировать более высокие уровни запасов и т. д.).

Отчет о движении денежных средств

Эти суммы получены немного небрежно. Благодаря требованию к компаниям о ежегодной публикации отчетов о движении денежных средств (*cash flow statement*) в дополнение к отчету о прибылях и убытках теперь есть возможность более подробно посмотреть на их способность генерировать денежные средства. Отчет о движении денежных средств начинается с наличных средств, которые компания получает от своей текущей деятельности — в основном от своих ежегодных продаж. Далее идет раздел, озаглавленный «доходы от инвестиций и обслуживания финансирования», который имеет дело с полученными и выплаченными процентами, дивидендами от совместных предприятий и т. д. После этого идет раздел по налогообложению, где отражается выплаченный компанией корпоративный налог (заметьте, не подлежащий оплате налог) внутри страны и за рубежом. Затем мы переходим от статей «поступления» к статьям «капитал» в разделе «Капитальные расходы и финансовые инвестиции», которые показывают суммы, потраченные на деятельность по поглощению (или наличные, полученные от продажи) основных средств и аналогичных активов. Если компания в течение года купила или продала предприятие за наличные, соответствующие денежные поступления и утечки также будут показываться в отдельном разделе. Затем идут суммы, выплаченные в форме денежных дивидендов акционерам в течение года (в которые, возможно, будет входить окончательный дивиденд прошлого года и последний промежуточный дивиденд, если окончательный дивиденд прошлого года не был выплачен в течение финансового года). В этом месте проводится черта; все денежные поступления и утечки суммируются, чтобы получить данные для **чистого притока или оттока денежных средств** «до использования ликвидных ресурсов и финансирования».

Заключительный раздел показывает, как компания управляла своими ликвидными ресурсами на протяжении года, а также результаты финансовых операций: денежные средства из новых кредитов или от продажи облигаций или акций и денежные средства, направленные на выплату существующих долгов. Результат всех этих статей обобщается в отчете о движении денежных средств в заключительной строке, показывающей рост или падение суммы денежных средств, находящихся в распоряжении компании на протяжении года. Здесь может находиться много полезной информации для инвесторов. В частности, отчет о движении денежных средств показывает случаи, когда реальные денежные средства существенно отличаются от тех прибылей, которые отражаются в отчете о прибылях и убытках, и

объясняет причины этих различий. Анализ этого отчета целесообразно начать с денежных средств, поступивших от текущей деятельности, полученных процентов и т. д., затем перейти к анализу выплат в виде процентных платежей, налогов и дивидендов. Сравнение этих данных показывает способность компании генерировать достаточное количество средств, чтобы покрывать ежегодные операционные издержки, включающие выплаты акционерам. Если это не так, у вас есть возможность покопаться более глубоко. Например, вы можете посмотреть на то, существует ли достаточный приток наличных средств, остающихся после всех этих выплат, чтобы покрыть стоимость инвестиций в основной капитал на протяжении года. Не обязательно беспокоиться, если это не так, — для расширяющейся компании может оказаться вполне логичным снижать свои резервы наличности или получать свежий приток денежных средств извне, чтобы профинансировать инвестиции в основной капитал. Но если компания собирается чрезмерно потратиться на новые активы, то отчет о движении денежных средств поможет это установить, и вы могли бы для начала задать вопрос, не является ли это расширение слишком быстрым. Заключительные разделы отчета позволяют вам понять, насколько грамотной финансируется компания, какие бы инвестиции она ни осуществляла, или не грозит ли ей напряженная ситуация с денежными ресурсами.

Фондовые рейтинги

Следующий этап состоит в том, чтобы взять некоторые из цифр, которые мы рассчитали, и соотнести их с ценой акций компании на фондовом рынке. Допустим, что акции *John Smith* котируются на фондовом рынке и что их текущая рыночная цена находится в районе 500 пенсов. Эта рыночная цена определяется балансом предложения и спроса на рынке и не имеет ничего общего ни с номинальной стоимостью акций, ни с суммой денег, первоначально потраченных на них акционерами-учредителями, но об этом позже.

Доходность

Инвестор, который приобрел акцию за 500 пенсов, рассчитывал получить дивиденд в 10 пенсов, или начальный доход в размере 2% на свое вложение (10 как процент от 500). Это текущая доходность (*yield*) по акциям, и она слегка изменяется каждый раз, когда изменяется цена акции на фондовом рынке, что будет

происходить довольно часто. Она также будет изменяться, когда изменится другая часть формулы — дивиденд, хотя в явном виде это будет происходить не так часто. Формула для расчета уровня дивидендного дохода выглядит просто:

$$(\text{Дивиденд на акцию/Цена акции}) \times 100\%.$$

В чем важность данного показателя доходности? Прежде всего он показывает уровень дохода, который может получить инвестор по своим акциям. Инвестор, заинтересованный главным образом в доходе, мог бы выбрать **высокодоходные (high-yielding)** акции. И это одна из тех характеристик, с помощью которых одна компания может сравниваться с другой. Но в этом отношении доходность является несовершенным инструментом.

Теоретически **низкая доходность (low yield)** должна относиться к быстро растущей компании, а **высокая доходность (high yield)** показывала бы компанию, которая, возможно, не собирается очень быстро увеличивать свои прибыли, или компанию, которая действует с уровнем риска выше среднего. Инвесторы готовы согласиться с низким доходом сегодня, если они думают, что доход в будущем будет быстро расти, так как компания получает более высокие прибыли и выплачивает более высокие дивиденды. Если дивиденды не собираются расти слишком сильно, то инвесторы, возможно, захотят получить сегодня более высокую доходность.

До этого теория работает хорошо. К сожалению, решение о том, сколько прибыли компания выплачивает в виде дивиденда, является совершенно произвольным. И поскольку дивиденд является произвольным, дивидендная доходность является несовершенным способом сравнения двух компаний. Снова взглянем на компанию *John Smith*. При цене акции 500 пенсов доходность составляет 2% при дивиденде в 10 пенсов. Но исходя из величины своих прибылей компания могла бы легко решить выплатить дивиденд в два раза больший — 20 пенсов. В этом случае доходность составила бы 4%, если цена акции осталась бы равной 500 пенсам. Однако это та же самая компания, получающая те же самые прибыли.

Коэффициент ценности акции

При выборе варианта вложения средств в акции разных компаний существует другой показатель, который не связан с решением о выплате дивиденда. Это **коэффициент ценности акции**, или **коэффициент PE (price-earnings ratio, PE ratio)**. В то время как дивидендная доходность является фактическим, хотя и несовершенным инструментом сравнения, коэффициент PE пред-

ставляет собой теоретическое понятие, но гораздо более полезное для сравнений. По существу, это способ измерения того, насколько высоко инвесторы оценивают прибыли, которые приносит компания. Он получается путем деления величины **прибыли на акцию**, или **eps**, на рыночную цену этих акций. Если наша компания приносит доход в 35 пенсов на акцию и рыночная цена равна 500 пенсам, то акции имеют коэффициент PE, равный 14,3 (500 разделить на 35). То же самое может быть охарактеризовано как: «акции продаются с **отношением прибыли к цене 14,3**» или «акции имеют **кратное число 14,3**».

Почему уместно использовать данный показатель? Рассуждения строятся примерно следующим образом. Сумма доходов компании определяет максимальный дивиденд, который она в состоянии выплатить из своих прибылей. Если ее прибыли растут, то существует высокая вероятность, что дивиденды также будут расти. Прибыли, которые растут достаточно быстро, соответственно являются более ценными, чем статичные прибыли, поскольку указывают на более высокий доход в будущем. Поэтому инвесторы будут больше платить за акции, если они считают, что прибыли компаний будут быстро расти. Инвестор покупает право на будущий поток доходов, и то, сколько он готов заплатить сегодня, зависит от того, какой доход, по его мнению, он будет получать в будущем. Способ выразить это количественно и есть отношение прибылей на акцию к цене акции.

Высокие и низкие коэффициенты PE

При прочих равных условиях **высокий коэффициент PE** предполагает растущую компанию, а **низкий коэффициент PE** предполагает компанию с более стабильным состоянием прибыли или компанию, действующую в области высокого риска. Все не так просто, как выглядит на первый взгляд, поскольку высокий коэффициент PE может показывать компания, которая пострадала от резкого временного падения прибылей (уменьшающих элемент E в коэффициенте PE), в то время как цена акций (элемент P) не упал в соответствующей степени, поскольку инвесторы рассчитывали, что прибыли восстановятся на следующий год. Но сам принцип выдерживается хорошо.

Таблицы цен на акции

Наиболее «серьезные» газеты и журналы, которые публикуют котировки акций, дают информацию и о доходности акций и коэффициенте PE. (*Financial Times* и несколько других газет дают достаточно много дополнительной информации, к которой мы подошли на

данный момент.) Однако эти цифры могут рассчитываться по-разному. Например, размер дивиденда может быть как общим дивидендом, который компания выплатила за последний финансовый год (исторический дивиденд, **historical dividend**), так и суммой последних двух полугодов выплат (возможно, окончательный дивиденд за последний год и текущий промежуточный дивиденд). Или это может оказаться дивиденд, который компания прогнозировала на текущий год (прогнозный, или перспективный, дивиденд (**forecast or prospective dividend**)). Соответственно существуют термины **историческая дивидендная доходность** и **перспективная дивидендная доходность**. В отношении отдельных перспективных дивидендных доходностей следует соблюдать некоторую осторожность, так как они могут основываться лишь на собственных оценках автора в отношении размера будущих дивидендов, хотя, возможно, и на основе намеков со стороны самой компании, обычно это становится ясным из контекста

PACKAGING

| Notes | Price | + or - | 52 week | | Volume | Yield | P/E |
|----------------------|---------|--------|---------|------|--------|-------|------|
| | | | high | low | | | |
| API | \$ 317½ | -2½ | 445 | 232½ | 513 | 4.8 | 9.2 |
| Ardagh | 115 | - | 150 | 115 | - | 0.6 | φ |
| Brit Polythene | \$ 197½ | -1 | 385 | 136½ | 41 | 10.6 | 5.2 |
| Coral Products | \$ 51 | - | 77½ | 40½ | 8 | 5.9 | 6.1 |
| Dolphin Pack | \$ 325 | +70 | 325 | 185 | 1,503 | 2.9 | 13.2 |
| For I.P. see Ire-Tex | | | | | | | |
| Ire-Tex | 191½ | -1½ | 321 | 181½ | 10 | - | φ |
| Jarvis Porter | \$ 35 | - | 129 | 33½ | 68 | - | 9.2 |
| John Mansfield | 125 | -2½ | 254 | 68½ | - | - | - |
| Low & Bonar | \$ 128½ | - | 254 | 118½ | 308 | 12.3 | 6.3 |
| Lowe (ft) | \$ 6½ | - | 14 | 4 | 152 | - | - |
| Macfarlane | \$ 86 | - | 92 | 47½ | 57 | 7.0 | 20.8 |
| REXAM | \$ 256 | -10½ | 332½ | 183½ | 952 | 5.8 | 9.3 |
| 7.75p Cv Pl | 118 | - | 137 | 109½ | - | 6.6 | - |
| RPC | \$ 146½ | -½ | 212½ | 132½ | 482 | 3.9 | 7.9 |
| Smurfit (J) | \$ 115½ | +2½ | 206 | 708 | 635 | 3.4 | 51.2 |

PERSONAL CARE & HOUSEHOLD PRODUCTS

| Notes | Price | + or - | 52 week | | Volume | Yield | P/E |
|-------------------|--------|--------|---------|------|--------|-------|------|
| | | | high | low | | | |
| Black (P) | \$ 285 | +3½ | 385½ | 251½ | 218 | 3.1 | 10.4 |
| Creighton | \$ 91 | -1½ | 36½ | 8 | 4 | - | - |
| TWP Intl It | \$ 100 | - | 147½ | 86½ | 24 | 5.1 | φ |
| Maybom | \$ 83½ | -1 | 86 | 50½ | 14 | 4.7 | 16.9 |
| McBride | \$ 82½ | - | 113½ | 71½ | 46 | 9.2 | 12.8 |
| Pal son Zoch | 362 | -1 | 413½ | 305 | 17 | 5.9 | 5.8 |
| A/N | 350 | +5 | 268 | 253 | 18 | 5.7 | 5.6 |
| Reckitt Benckiser | \$ 715 | -34 | 887½ | 421½ | 3,803 | 3.8 | - |
| 9½0 Cv Cap | 157½ | -5½ | 184½ | 113½ | - | 6.0 | - |
| Swallowfield | 92½ | - | 96 | 57½ | 12 | 3.2 | - |

PHARMACEUTICALS

| Notes | Price | + or - | 52 week | | Volume | Yield | P/E |
|--------------------|--------|--------|---------|------|--------|-------|------|
| | | | high | low | | | |
| Antisoma | \$ 110 | +9 | 283½ | 70½ | 70 | - | - |
| AstraZeneca | 2880 | +83 | 2975 | 1910 | 4,158 | 1.5 | 44.6 |
| BioGen Pharma | 585nd | +2 | 935 | 360 | 117 | - | - |
| Biolg AS | 148½ | +1½ | 321½ | 112½ | - | - | - |
| Brit Biotech | 20½ | - | 49 | 18½ | 3,381 | - | - |
| Cambridge Antibody | 2850 | - | 3250 | 165 | 167 | - | - |
| Carlab Pharms | 392½ | - | 740 | 126½ | 1 | - | - |

Пример 4.1 Информация о ценах на акции. Источник: *Financial Times*

Вы также можете наткнуться на **исторические коэффициенты PE** и **перспективные коэффициенты PE**. Принцип здесь тот же самый. Первый основывается на фактических прибылях, вто-

рой — на прогнозных или предварительных оценках прибыли за тот год, для которого данных еще нет

Вспомните, что показатели доходности акций и коэффициенты PE двигаются в противоположных направлениях. Низкая доходность и высокий коэффициент PE, возможно, указывают на значительные ожидания роста. Если цена акции растет, доходность будет продолжаться падать и коэффициент PE вырастет еще выше. Если цена акции падает, доходность будет расти, а коэффициент PE будет падать. Если цена акции имеет пометку **xd** после нее, она означает «без дивиденда» (**ex-dividend**) и подразумевает, что покупатель не получает права на последний объявленный дивиденд. «**Включая дивиденд**» (**cum dividend**) означает, что покупатель получает этот дивиденд.

Способы представления информации о ценах акций постоянно развиваются, и все то, о чем мы говорили до этого момента, может достаточно быстро устареть. Разнообразие доступной информации можно проиллюстрировать на примере *Financial Times (FT)* конца 1999 г. Содержание *FT* за понедельник отличается от ее содержания на протяжении остальной недели, поскольку перед этим днем не было никаких сделок и имеется возможность предложить больше информации, обычно остающейся в тени. Со вторника по субботу *FT* напротив каждой акции указывает ее цену при закрытии рынка за предыдущий день (это **средняя цена**, помните об этом) и ее изменение (если таковое было) за предыдущий день. Далее идут исторические данные о самой высокой и самой низкой цене, полученной за последние 52 недели. За ними следует объем акций, проданных за предыдущий день. После этого приводятся основные инвестиционные характеристики: **доходность** и **коэффициент соотношения цены и прибыли (PE)**. Немного дополнительной информации передается через символы и примечания, включающие подробности и о том, как можно получить больше информации о некоторых компаниях.

В понедельник таблицы *FT* дают цену закрытия пятницы и изменения за неделю. За этим следуют сумма годового дивиденда в пенсах, дивидендное покрытие и **рыночная капитализация** компании. Это общая стоимость всех акций компании, взятая по рыночной цене, и дает полезное указание на размер компании. Вы заметите, что она изменяется от суммы меньше £1 млн до многих миллиардов фунтов. Также указывается последний день, когда акции переходят в состояние «без дивиденда». В конце каждой строки есть идентификационный номер, который вы можете использовать, чтобы получить самую последнюю информацию о ценах через платную телефонную службу.

Характеристики доходности и коэффициента PE

Постоянно изменяются не только доходности отдельных акций и коэффициенты PE. Средний уровень коэффициента PE и доходности акций изменяется вместе с рыночным циклом и прогнозами инвесторов. К сожалению, эти прогнозы ничего не стоят, если в прошлом цены акций выросли до уровня, когда средний коэффициент PE достигает 20 или около того, так как за этим часто вскоре следует сильное падение рынка. Однако в конце 1990-х гг. это правило не всегда соблюдалось. Таким образом, все, что мы говорим о коэффициентах PE, может устареть даже быстрее, чем наши комментарии о представлении цен на акции. Поэтому главное внимание следует уделять относительным коэффициентам PE, а не абсолютным уровням доходности акций.

Для представления о типичных уровнях доходности и коэффициента PE посмотрим на таблицу, озаглавленную **FTSE Actuaries Share Indices (Фондовые индексы FTSE)** в газете *Financial Times*. Как и цены акций, она появляется в газетной рубрике «Компании и рынки». Если бы вы посмотрели газету за конец 1999 г., вы бы увидели, что средний коэффициент PE для приватизированных компаний водоснабжения был на низком уровне 7,95, а средняя доходность достаточно высокой — 6,14%. Водоснабжение — это солидный, безопасный источник доходов, но маловероятно, что в Британии оно станет сильно растущей отраслью. Инвесторы также не ожидали большого роста от табачной отрасли. Средняя доходность по акциям табачных компаний в это время составляла 4,92%, а коэффициент PE — 16,05. Сравните это со средним коэффициентом PE в 44,10 и средней доходностью в 1,6% для акций медиа-компаний в то же самое время. Инвесторы явно видели здесь потенциал для большего роста. В среднем по всему рынку среднее значение коэффициента PE для промышленных и торговых компаний (исключая акции финансовых компаний) в этот момент составляли 30,4, а средняя доходность была 2,16%.

Мы обращали внимание только на средние показатели, но внутри каждого сектора существуют значительные различия в оценках отдельных компаний. Поэтому не отбрасывайте случайную характеристику, которая выглядит так, словно она выбивается из общего ряда. Как мы видели, прибыли могут испытывать временное падение. Может сложиться так, что рынок будет загонять цену на акции вверх, выше тех уровней, на которых она могла бы находиться при нормальных инвестиционных характеристиках, ввиду возможного поглощения компании.

Индексы цен акций

Мы упомянули **Фондовый индекс FTSE**, но предварительно не объяснили, что представляет собой этот индекс. Возьмем очень простой пример. Предположим, что фондовый рынок состоит всего из трех компаний, чьи названия и цены акций на начальную дату существования индекса показаны в табл. 4.4. Вы могли бы построить очень примитивный индекс просто путем сложения трех цен акций, что дает нам 1566 пенсов, а затем деления на 1566 пенсов и умножения получившегося результата на 100. Это дало бы нам индекс с начальным уровнем 100.

Таблица 4.4

| | Цена (пенсы) | Индекс |
|-----------------------------|-----------------|--------|
| Орешки Наггинса plc. | 450 | |
| Масло Олли plc. | 720 | |
| Безделушки Уилмингтона plc. | 396 | |
| | <hr/> | |
| | 1566 | 100,00 |
| | <hr/> | |

Предположим, что на следующий день цены акций двух компаний растут, в то время как третья цена падает. Снова сложим три цены, разделим на 1566 и умножим на 100 (табл. 4.5). Это дает нам новое значение индекса в 102,3. Соответственно вы могли бы сказать, что рынок в целом вырос на 2,3%, хотя цена акций «Масла Олли» упала относительно тренда.

Таблица 4.5

| | Цена (пенсы) | Индекс |
|-----------------------------|-----------------|--------|
| Орешки Наггинса plc. | 480 | |
| Масло Олли plc. | 700 | |
| Безделушки Уилмингтона plc. | 422 | |
| | <hr/> | |
| | 1602 | 102,30 |
| | <hr/> | |

На практике создание индекса представляет собой более сложный процесс, чем показано выше на условном примере, и математика там совсем другая. Например, для начала вы, возможно, захотите гарантировать, что изменение в цене акции крупной компании должно иметь более сильное влияние на индекс, чем изменения цен акций небольших компаний, и т.п. Сегодня инвесторы помешаны на индексах (для того чтобы это понять, достаточно бросить всего один взгляд на статистиче-

ские страницы FT). Существует индекс для каждой цели, которую только можно придумать, и для каждой возможной категории компаний. Описать их все невозможно, так что просто упомянем наиболее известные из них.

Один из индексов, о котором вы редко услышите в наши дни, это старый Фондовый индекс-30 FT (FT 30-Share Index), также известный как Фондовый индекс обыкновенных промышленных акций Financial Times (FT Ordinary Share Index). Этот индекс, стартовавший в 1935 г. с базового уровня 100, состоит из цен акций 30 ведущих английских компаний и рассчитывается как геометрическая средняя. Он тяготеет к ведущим компаниям в сфере промышленности и розничной торговли — традиционные голубые фишки (blue chips) фондового рынка, хотя сегодня в него включаются ценные бумаги финансовых, нефтяных, фармацевтических и телекоммуникационных компаний, которые стали играть более важную роль. Его подъемы и падения отражают настроение рынка, но он не является тем индексом, с по-

мощью которого можно измерять эффективность типичного инвестиционного портфеля (portfolio) («портфель» — это просто общепринятый термин для акций, которыми владеют фонд или инвестор). Однако почтенный возраст делает его полезным для исторического отслеживания ценовых трендов.

В качестве показателей, в отношении которых измеряются реальные портфели, гораздо лучше подходят Фондовые индексы FTSE (FTSE Actuaries Indices). Во-первых, они отражают изменения почти 800 акций, представляющих более 98% стоимости Лондонского фондового рынка. Во-вторых, каждая компания в индексе взвешивается в соответствии со своей рыночной стоимостью. Изменение цены акции крупной компании оказывает более сильное влияние на этот индекс, чем изменение цены акции мелкой компании.

Общий фондовый индекс всех акций FT (FTSE Actuaries All-Share Index, All-Share) является наиболее представительным из всех, полностью отражая почти 800 компаний. Индекс нефинансовых компаний (Non-financials Index) включает в себя все компании, за исключением финансовых компаний и компаний по управлению собственностью, а также инвестиционных фондов. В свою очередь, эти индексы разбиваются дальше на ряд широких категорий, в которых вы можете заметить разницу между циклическими и нециклическими предприятиями. Так, у вас есть предприятия коммунальных услуг, а также циклические и нециклические потребительские товары. Затем широкие категории разбиваются на отдельные сектора экономики, так что, например, вы можете найти под шапкой нециклических потребительских товаров подындексы для предприятий по производству алкогольных напитков, производителей продуктов питания, здравоохранения и еще несколько направлений деятельности. Таким образом, вы имеете возможность выбрать показатель, относительно которого сможете сравнивать оценки ценных бумаг и характеристики цен акций отдельной компании практически из любого направления цен, но также показывают среднюю доходность акций, коэффициент PE и показатель общего дохода (total return), предлагаемый отдельными компаниями (общий доход объединяет изменение цены акций с доходом, полученным в виде дивиденда). По субботам публикуется дополнительная информация по акциям в каждом секторе, которые имели самые высокие (highs) и самые низкие (lows) цены.

Для ежедневного и почасового измерения состояния фондового рынка в прессе и по телевидению в наши дни наиболее широко используется Индекс Financial Times-100 для фондовой биржи (Financial Times Stock Exchange 100-Share Index, FTSE 100,

FTSE Actuaries Share Indices

Table with multiple columns: Index Name, Value, % Change, etc. Includes sections for FTSE Actuaries Share Indices and FTSE Actuaries Industry Indices.

Пример 4.2. Фондовые индексы FTSE для английских акций. Источник: Financial Times.

или индекс *Footsie*). Его базовое значение в 1000 пунктов было определено в конце декабря 1983 г. и отражало изменения цен 100 ведущих компаний на Лондонской бирже. Благодаря меньшему числу компаний он может рассчитываться в реальном времени и отслеживается на протяжении дня. Первоначально этот индекс вводился как основа для сделок с опционами и фьючерсами, базирующимися на фондовых индексах (см. главу 18). Далее, существует **Индекс FTSE 250**, запущенный в 1992 г., который сравнивает ряд компаний, стоящих по своему размеру сразу за теми, которые могут быть включены в FTSE 100.

Индекс FTSE 350 объединяет компании FTSE 100, из FTSE 250 и является базой для компаний, рынок акций которых является наиболее ликвидным. Существует индекс **FTSE SmallCap**, измеряющий поведение небольших компаний, которые включаются в Индекс всех акций, но не включаются в FTSE 350. А чтобы отразить характеристику очень маленьких фирм, которые даже не включаются в Индекс всех акций, существует **FTSE Fledging Index (Индекс юнцов FTSE)**. Кроме того, существует **Индекс малых компаний FTSE (FTSE All-Small Index)**, который объединяет компании из индексов SmallCap и FTSE Fledging. А в конце 1999 г. появился **Индекс рынка технологических компаний (Tech-MARK) (FTSE techMARK)**, чтобы следить за развитием рынка акций технологических компаний.

Инвестиции в наши дни носят международный характер. Поэтому *Financial Times* также публикует **Мировые фондовые индексы FTSE/S&P (FTSE/S&P Actuaries World Indices)**, выраженные в местной валюте, долларах США, иенах, евро и фунтах стерлингов, всех основных (и некоторых второстепенных) фондовых рынков. Имеется также целый ряд индексов европейских акций под общим заголовком **Фондовые индексы FTSE — европейские серии (FTSE Actuaries Share Indices — European Series)**, некоторые из них включают английские акции, некоторые нет, некоторые ограничены рынками стран еврозоны и т. д. Возможно, что наиболее часто цитируемыми являются индексы **Евротоп 300** и **Евротоп 100**. Нет необходимости говорить, что большинство зарубежных фондовых рынков имеют свои собственные индексы, наиболее важные из которых ежедневно отслеживаются на страницах *FT*. К тем из них, на которые наиболее часто ссылается английская пресса, относятся **промышленный индекс Доу-Джонса** для Нью-Йоркской фондовой биржи и **средний индекс Никкей 225** для Токийского фондового рынка (часто сокращенно называемые просто «Доу» и «Никкей»).

Журналисты часто говорят об акциях как о дешевых или дорогих относительно их отрасли с точки зрения фондовых ин-

дексов *FT*. Изменения индекса часто указываются в **пунктах (points)**. Если фондовый индекс *FT-30* падает с 2400 до 2380, то указывается, что он упал на 20 пунктов. Пункты иногда используются для обозначения изменения цены на 1 пенс для отдельной акции или изменения на £1 для государственных ценных бумаг. Почему изменения в целом не выражаются в более понятной форме (в процентах), остается неясным: по крайней мере, *FT* выражает изменения в своих общем фондовом и мировом индексах в процентах.

Согласование с индексом

Институциональные инвесторы стараются превзойти индекс, который более всего соответствует их портфелям акций, но в целом им трудно это сделать. Хотя они и контролируют крупные объемы денег, тем не менее сталкиваются с тем, что им трудно купить адекватное количество акций малых компаний, которые часто по своим параметрам выглядят предпочтительнее в определенных рыночных условиях акций более крупных компаний.

Некоторые из них составляют такие портфели, которые стремятся просто совпадать с отдельным индексом, посредством покупки тех ценных бумаг, которые составляют этот индекс, причем в тех же пропорциях, в каких они представлены в составе индекса, или каким-то другим способом пытаются подражать характеристике индекса. Сделать это не так просто, как кажется на первый взгляд. Дело в том, что эти **индексные портфели**, или **привязанные к индексу портфели** (они иногда известны как **фонды-последователи (tracker funds)**, подразумевают, что многие институты обязаны покупать акции крупных компаний, наподобие *British Telecom*, в больших количествах просто для того, чтобы поддержать баланс своего портфеля, когда эти компании выпускают на рынок свои новые бумаги.

Балансовые коэффициенты

Баланс может многое рассказать вам о финансовом самочувствии компании, но он предоставляет меньшие возможности для расчета инвестиционных коэффициентов, чем это дает отчет о прибылях и убытках. Есть только одно возможное исключение — стоимость чистых активов, которое мы рассмотрим позднее. При анализе баланса инвестиционный аналитик или финансовый журналист должен обратить внимание на ряд моментов.

Заемствования и леверидж баланса

Вернемся к нашей компании *John Smith & Co.* Один из первых моментов, на которые следует обратить внимание, — это показатель левериджа компании: соотношение между заемными деньгами и деньгами акционеров в предприятии. Мы уже вкратце затрагивали эту тему, но теперь она должна быть сокращена до удобной формулы.

Заемные средства в случае с *John Smith* составляют £8000 в виде банковского овердрафта и срочной ссуды на сумму £30 000, всего £38 000. Товарные кредиты в данном контексте не считаются заемными средствами, поскольку они не требуют уплаты процентов. Деньги акционеров в предприятии составляют £50 000 в виде средств акционеров. Наиболее общераспространенным способом соотнесения этих двух показателей является расчет **заемствований в процентах от средств акционеров** — определение, которое может вызвать небольшую путаницу, поскольку из него можно предположить, что заимствования являются частью средств акционеров, каковыми они, конечно, не являются.

В нашем случае £38 000 **общих заимствований** эквивалентны 76% от суммы в £50 000, составляющей средства акционеров. Это достаточно высокий показатель для компании, чьи акции обращаются на фондовом рынке, но это не является чем-то необычным для частной компании. Иногда показатель левериджа рассчитывается на основе **чистых заимствований** (заемные средства минус наличные средства). В нашем случае чистые заимствования равны £33 000 после вычета £5000 наличных на банковском счете, и интересующий нас показатель равен 66%.

Рассчитывается ли коэффициент «заемствований в процентах от средств акционеров» на основе общих заимствований или на базе чистых заимствований, он все равно называется **балансовый леверидж (balance sheet leverage)**, чтобы отличать его от **левериджа доходов (income gearing)**: соотношения между прибылями и процентными платежами, которые обсуждались в контексте отчета о прибылях и убытках. Оба показателя левериджа могут оказаться полезными при оценке того, является ли компания **чрезмерно зависимой в финансовом отношении** или **избыточно занимающей**. Высокий показатель балансового левериджа имеет меньшее значение при оценке финансовой зависимости, если компания является исключительно прибыльной или если заимствования осуществляются по очень низкой фиксированной ставке процента. *John Smith*, так уж получается, вполне прибыльная компания, так что процентные выплаты отнимают достаточно небольшую часть ее прибыли, несмотря на высокий показатель балансового левериджа.

UNIGATE
Food and distribution group

GOOD VALUE

Unigate is an attractive morsel now that Dairy Crest has won the tug-of-war for its market in milk products. Unigate, a member of continental Europe Williams de Broe expects pro-forma profits of £95m (£88m)

Ord price: 310p Market value: £711m
 Touch: 312 325p 12 month High: 440p Low: 245p
 Dividend yield: 7.5% PE ratio: 47
 Net asset value: 247p* Net debt: 50%*
 *Includes intangibles of £344m or 150p a share

| Year to 1 Apr | Turnover (£bn) | Pre-tax profit (£m) | Stated earnings per share (p) | Net div per share (p) |
|---------------|----------------|---------------------|-------------------------------|-----------------------|
| 1996 | 2.13 | 299.0 | 113.0 | 19.2 |
| 1997 | 2.41 | 116.0 | 37.2 | 20.2 |
| 1998 | 2.31 | 148.0 | 47.2 | 22.0 |
| 1999 | 2.31 | 155.0 | 53.1 | 23.2 |
| 2000 | 2.98 | 35.2 | 6.6 | 23.2 |
| % change | +29 | -77 | -88 | - |

Last IC comment 12 November 1999, page 76 xd 19 Jun

Пример 4.3 Характеристика компании и основные инвестиционные показатели. Источник *Investor Choice*

Банкиры и другие кредиторы всегда смотрят на **подушку (cushion)** для денег, которые они предоставляют в кредит. На языке доходов подушка — это уровень прибыли, из которого компания производит выплаты процентов. Прибыль *John Smith* должна будет сильно упасть, чтобы компания не смогла осуществлять платежи по процентам. Так что для кредиторов в этой компании существует достаточно комфортабельная подушка. С точки зрения баланса подушкой являются средства акционеров. Если компания начинает терять деньги, первыми истощаются именно средства акционеров, так что в случае с *John Smith* (по крайней мере, на бумаге) существует достаточный запас времени, прежде чем кредитор столкнется с риском потерять свои деньги.

Обеспечение кредитов

При предоставлении кредита кредитор обычно требует **обеспечение (security)** его займа залогом (**charge**) в виде части или всех активов компании. Принцип здесь тот же, что и при получении ипотечного кредита на покупку дома. Если заемщик не в состоянии выплатить проценты и основную сумму долга, креди-

тор — строительное общество — может продать его дом и получить обратно свои деньги за счет поступлений от продажи. В случае с компанией залогом могут быть **преимущественные права (fixed charge)** на определенные активы — ее оборудование или здания, например, или **на ликвидные активы (floating charge)**, входящие в оборотные средства. В этом случае кредитор имеет приоритетное право на выплату из поступлений от продажи этих активов. В практическом отношении важность залога состоит в том, что компания, особенно небольшая, может столкнуться с тем, что ей будет трудно получить кредит, если она не имеет достаточно пригодных для продажи активов, чтобы предоставить адекватное обеспечение для своего займа. Следует иметь в виду, что **кредиторы без обеспечения (unsecured creditors)** попадают на самое дно списка кредиторов, когда компания-заемщик становится банкротом. Разумеется, они все же стоят в этой очереди впереди акционеров компании заемщика.

Финансовое положение компании John Smith

Исходя из показателей левериджа компании *John Smith* и наших знаний о бизнесе, мы могли бы сделать следующие выводы. Вероятно, компания будет и дальше расширяться в текущем году. Это означает, что ей потребуется больше денег для финансирования более высоких уровней запасов и дебиторской задолженности (см. далее), и может потребоваться установка дополнительного оборудования с целью удовлетворить спрос на пресс-папье. Она обеспечила денежный поток в £12 000 за последний год (на основе грубого показателя «нераспределенная прибыль плюс амортизация»), и, предполагая, что прибыль продолжит свой рост, денежный поток в текущем году должен стать еще больше. Но маловероятно, что компания получит все деньги, которые ей потребуются. Она, возможно, сможет немного увеличить свои заимствования. Но если эта компания зарегистрирована на фондовой бирже, ей почти наверняка следует подумать об увеличении акционерного капитала за счет эмиссии дополнительных акций в обмен на наличные средства. Это снизит леверидж за счет повышения доли денег акционеров в балансе предприятия. Увеличение размера подушки из акционерного капитала, в отличие от привлечения денег на немедленные нужды, также подготавливает путь для привлечения дополнительных заемных средств в будущем.

Вспомним, что быстро растущие компании имеют склонность расходовать наличные средства быстрее, чем они могут получать их из своих прибылей. Расширение означает, что компании должны связывать все больше и больше наличных средств во все более и более высоких уровнях запасов и дебиторской за-

долженности: у них должен быстро расти **оборотный капитал**. Компания, которая расширяется слишком быстро, может характеризоваться как чрезмерно расширяющая свою деятельность (**overtrading**) (действующая за пределами своих финансовых ресурсов). Она может просто стать банкротом, поскольку ей не хватает денег на оплату своих счетов, хотя при этом эта компания может работать даже с «бухгалтерской» прибылью.

Инвестиционные аналитики проверяют отчеты прежде всего для того, чтобы посмотреть, есть ли у компании достаточные ресурсы, чтобы финансировать свой бизнес, и будет ли она в состоянии собрать все необходимые ей дополнительные деньги. В краткосрочном периоде дополнительная эмиссия акций для существующих акционеров (см. главу 9) приводит к снижению цены акций компании, поскольку она увеличивает их общее число.

Когда мы смотрим на заимствования компании *John Smith*, нам также нужно проверить, имеют ли они долгосрочный или краткосрочный характер и предоставлены ли эти ссуды по фиксированной или переменной ставке процента. Овердрафт должен учитываться как краткосрочный кредит, и процентная ставка по нему будет переменной. Срочная ссуда, как мы могли бы узнать из примечаний, должна быть погашена в течение семи лет, что обычно классифицируется как среднесрочный кредит. Процентная ставка может быть как постоянной, так и переменной — примечания должны нам это подсказать. Но в наши дни следует соблюдать осторожность, поскольку крупная компания могла занимать деньги по плавающей процентной ставке и обменивать (**swapped**) их на обязательства с фиксированной ставкой, или наоборот. Она также могла бы купить «шапку» (**cap**) (фиксированный уровень процентной ставки в облигационном займе, обращающийся отдельно от самих бумаг) или какой-то другой инструмент для хеджирования, чтобы ограничить свои расходы на растущие процентные ставки при заимствовании по плавающей процентной ставке (см. главы 15 и 17). Компании чувствуют себя лучше, указывая подробности такого рода соглашений в примечаниях к своим отчетам, но вы не можете всегда рассчитывать на это.

Чистые активы на акцию

Далее, посмотрите на средства акционеров в сумме £50 000 — это бухгалтерская стоимость доли участия акционеров в компании. Разделим средства акционеров в форме обычных акций на количество обыкновенных акций в эмиссии (£50 000, деленные на 40 000 акций), и вы получаете £1,25 (или 125 пенсов, как это обычно говорится). В данном случае это соответствует £1, который первоначальный инвестор отдал за одну акцию, плюс 25 пенсов нераспределенных прибылей, принадлежащих каждой акции.

Очень важно понять, что означает показатель **чистой стоимости активов** (*net asset value, NAV*). Средства акционеров в сумме £50 000, на которых он основывается, является очень важным бухгалтерским показателем. Однако он не так много сообщает нам об оценке, присваиваемой инвесторами этой компании на фондовом рынке, которая, как правило, зависит от прибыли, которую в состоянии зарабатывать компания. Во-первых, *John Smith & Co.* не имеет никакого намерения прекращать свой бизнес, продавать свои активы, выплачивать долги и возвращать средства своим акционерам. Даже если она это сделает, то, что осталось, вряд ли будет в точности равняться £50 000. Оборудование для производства пресс-папье остается в бухгалтерских книгах по стоимости £28 000, но обязательно ли покупатель заплатит именно £28 000 за бывшее в употреблении оборудование? Это крайне маловероятно. Принесут ли запасы сырья и полуфабрикатов или готовой продукции реальные £50 000? И это маловероятно.

Когда акции приобретает долгосрочный инвестор, в действительности он покупает право на поток доходов (в виде дивиденда) в будущем, и в принципе он покупает акции тех компаний, которые, как он надеется, будут приносить растущий доход. Если доход растет, существуют хорошие шансы на то, что капитализированная стоимость — рыночная стоимость — акций, которыми он владеет, будет расти.

Некоторые компании в состоянии обеспечивать растущий поток доходов без того, чтобы владеть чем-то большим с точки зрения активов. Скажем, успешное рекламное агентство могло бы арендовать офисы, в которых оно работает, и взять напрокат ксероксы, пишущие машинки и другое оборудование. За исключением немногочисленной офисной мебели и каких-то наличных, которые оно накопило из своей прибыли, это агентство может практически ничем не владеть. Его «активами» являются люди, которые в нем работают, репутация в бизнесе и его клиентские связи — статьи, которые обычно не отражаются в балансе. Но фондовый рынок все же мог бы присваивать его акциям высокую оценку исключительно благодаря потенциалу, которым оно обладает с точки зрения потенциальной прибыли. Вот почему базовый показатель, который относится к прибыли, а не к активам, коэффициент ценности акции (отношение рыночной цены акции к чистой прибыли) является главным показателем, которым пользуются инвесторы.

Компании с большими активами

Существуют отдельные виды компаний, где активы, или значительная доля активов, могут быть оценены достаточно точно и с

легкостью проданы. К подобному роду компаний относятся компании, чей основной бизнес связан с владением собственностью, с владением акциями других компаний (**инвестиционные фонды** — см. главу 21) или в структуре баланса которых преобладают наличные средства или инвестиции. К этой же категории относятся и компании, занятые такой деятельностью, которая влечет за собой управление большим количеством объектов собственности: некоторые сети магазинов; гостиничные и пивные компании, которые владеют большим количеством пивных баров.

В этих случаях **стоимость чистых активов** может и действительно влияет на цену, которую инвесторы заплатят за акции на фондовом рынке. Принято говорить, что акции продаются с **премией** (выше) по сравнению с чистой стоимостью активов или **со скидкой** (ниже) к чистой стоимости активов. Размер премии или скидки выражается в процентах. Если компания *XYZ Holdings* имеет показатель чистых активов на акцию (или NAV) 100 пенсов, а на рынке акции стоят 90 пенсов, то эти акции продаются со скидкой к стоимости активов 10%. Если рыночная цена составляет 108 пенсов, акции продаются с премией к активам 8%. Из-за налогообложения и в силу других причин акции компаний, занимающихся инвестициями в недвижимость, и инвестиционных фондов обычно продаются со скидкой к стоимости активов, исключая периоды рыночной эйфории.

Легко реализуемые активы (*readily saleable assets*) являются наиболее важными, когда в воздухе пахнет поглощением. Компания с высокими доходами, но небольшими активами может попытаться приобрести компанию с большими активами, чтобы увеличить ее стоимость. А компания, которая получает предложение о покупке, будет утверждать (не всегда успешно), что цена поглощения должна быть, по крайней мере, такой же высокой, как и стоимость ее активов.

Доходность активов

Для оценки реальной стоимости активов используется коэффициент **доходность активов** компании (*return on assets*). Это показатель прибыли, которую компания получает по отношению к капиталу, задействованному в бизнесе. Данный показатель может рассматриваться и как критерий эффективности при сравнении одной компании с другой, хотя при его использовании требуется осторожность. Дело в том, что он является специфическим фондовым показателем, так как он ничего не говорит о доходе, который зарабатывает компания на деньги акционеров. Он измеряет доходность всех используемых денег, как собственных, так и заемных. Такая компания, как наше успеш-

ное рекламное агентство, с небольшим количеством активов, будет получать очень высокий доход на используемый капитал просто из-за того, что сам используемый капитал невелик. Показатель доходности активов применяется в основном для сравнения одной компании с другой в подобных видах бизнеса.

Чтобы рассчитать доход на активы, вы берете прибыль до налогообложения и до выплаты процентов по долгосрочной задолженности и соотносите ее в процентах к величине, определяемой как средства акционеров (за вычетом гудвилла (доброй воли) — см. главу 5) плюс долгосрочные кредиты, плюс отсроченные налоги и средства миноритарных акционеров (снова см. главу 5).

Показатель доходности активов иногда может давать полезные подсказки для **фондового хищника (stockmarket predator)**: компаний, выискивающих другие компании для скупки. Предположим, что группа магазинов розничной торговли, которая владеет большинством из них, показывает доходность активов всего 5%. Очевидно, что она не очень эффективный торговец, так как такой уровень дохода можно получать, просто сдавая в аренду свои магазины другим представителям розничной торговли. Другими словами, она получает очень маленькую прибыль от своей торговой деятельности. «Хищник» видит возможность резкого увеличения дохода в случае приобретения этой группы магазинов за счет проявления большего мастерства в области розничной торговли. Кроме того, он видит возможность возмещения части издержек по приобретению за счет продажи части собственности или их продажи с обратным взятием в аренду (сделка по продаже собственности с условием ее обратного получения в аренду на оговоренный срок, или сделка «лиз-бэк» (sale and leaseback), — см. главу 20).

Интернет-ссылки

Множество сайтов предоставляют последние сведения о ценах акций и информацию об индексах (см. главу 23). Для основных фактов и цифр, которые потребуются вам для фундаментального анализа, зайдите на веб-сайт Хэммингтона Скотта по адресу www.hemscott.net/, сайт *Financial Times* www.ft.com/ (см. раздел «Коротко о компаниях») или на сайты отдельных компаний. Подробная (и во многом техническая) информация по построению индексов FTSE доступна на сайте *FTSE International* по адресу www.ftse.com/. Сайт Лондонской фондовой биржи www.londonstockexchange.com/ содержит статистическую информацию о названиях и количестве компаний, ценные бумаги которых обращаются на входящих в нее различных рынках.

Глава 5. Повышение качества расчетов

Существует много и других показателей, относящихся к отчетам компаний, которые достаточно часто будут встречаться в комментариях в прессе, и лучший способ проиллюстрировать, что они означают, это использовать другой примерный баланс (табл. 5.1).

На этот раз мы берем более зрелую компанию: назовем ее *Jones Manufacturing*. Ее активы измеряются миллионами, а не тысячами фунтов стерлингов. Она владеет той собственностью, которую использует в своей деятельности. Особо отметим статью, связанную с землей и зданиями, на сумму £3 млн, входящую в раздел основных средств. Благодаря тому что она на протяжении многих лет реинвестирует часть своей прибыли, средства ее акционеров составляют значительную сумму £11 млн.

Гудвилл

Мы уже затрагивали тему гудвилла (**доброй воли**) в рассказе о балансе, но без объяснения того, что это такое и как все это появилось. Гудвилл является характерной чертой отчетов *Jones Manufacturing*. Предположим, что эта компания недавно приобрела другое предприятие — назовем его *Bonzo Beading* — за £3 млн. Чистые активы *Bonzo Beading* на момент покупки составляли только £2 млн. Таким образом, сверх той цены, которую *Jones Manufacturing* заплатила за активы этой компании, она заплатила еще £1 млн за гудвилл — другими словами, она дополнительно заплатила за репутацию компании, ее деловые связи, способность приносить прибыль и т. д. После поглощения чистые активы *Bonzo Beading* стоимостью £2 млн были включены в баланс *Jones Manufacturing group*. Но входящий в цену компании £1 млн в виде гудвилла также должен быть учтен, поэтому он отражается отдельной статьей под общим заголовком **основные средства (fixed assets)** и подзаголовком **нематериальные активы (intangible assets)**.

Бухгалтерское отражение гудвилла является сложным делом, и в конце 1990-х гг. претерпело изменения в соответствии с новыми бухгалтерскими стандартами. Ранее гудвилл, приобретен-

Таблица 5.1

Продолжение табл. 5.1

| Jones Manufacturing | |
|--|-------------------|
| Консолидированный баланс на 31 декабря | |
| | £ (тыс.) £ (тыс.) |
| ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА | |
| Реальные активы: | |
| Земля и здания | 3000 |
| Станки и оборудование | <u>5600</u> |
| | 8600 |
| Неосязаемые активы: | |
| Гудвилл | 1000 |
| ИНВЕСТИЦИИ В АССОЦИИРОВАННЫЕ КОМПАНИИ | 3000 |
| ОБОРОТНЫЕ СРЕДСТВА | |
| Запасы | 5000 |
| Дебиторы | 3500 |
| Наличность в банке | <u>500</u> |
| | 9000 |
| КРЕДИТЫ СО СРОКОМ ПОГАШЕНИЯ ДО 1 ГОДА (ТЕКУЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ) | |
| Товарные кредиты | 3000 |
| Налоги к оплате | 600 |
| Предполагаемый дивиденд | 400 |
| Банковский овердрафт | <u>800</u> |
| | 4800 |
| ЧИСТЫЕ ТЕКУЩИЕ АКТИВЫ | <u>4200</u> |
| ОБЩИЕ АКТИВЫ МИНУС ТЕКУЩАЯ ЗАДОЛЖЕННОСТЬ | 16 800 |
| КРЕДИТЫ СО СРОКОМ ПОГАШЕНИЯ БОЛЕЕ ГОДА | |
| Срочные ссуды | 800 |
| 9%-ные обеспеченные облигации 2014 г. | 2800 |
| 6%-ные конвертируемые облигации 2010 г. | <u>1500</u> |
| | 5100 |
| РЕЗЕРВЫ ДЛЯ ВЫПЛАТЫ ЗАДОЛЖЕННОСТИ И ПРОЦЕНТНЫХ РАСХОДОВ | 500 |
| ДОЛЯ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ | <u>200</u> |
| ЧИСТЫЕ АКТИВЫ, ОТНОСЯЩИЕСЯ К JONES MANUFACTURING | <u>11 000</u> |
| АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ | |
| Акционерный капитал в форме акций (обыкновенные акции номиналом 20 пенсов) | 1500 |

| | £ (тыс.) | £ (тыс.) |
|--|-------------|---------------|
| Прочий акционерный капитал (привилегированные акции номиналом £1) | <u>500</u> | 2000 |
| РЕЗЕРВЫ | | |
| Счет премии по акциям (надбавка к цене при первичном размещении) | 1650 | |
| Резервы от переоценки | 1950 | |
| Счет прибылей и убытков (резервы из прибыли, которые могут быть распределены среди акционеров) | <u>5400</u> | |
| | | <u>9000</u> |
| СРЕДСТВА АКЦИОНЕРОВ | | <u>11 000</u> |
| Структура средств акционеров | | |
| Капитал компании в виде акций | | 10 500 |
| Прочий капитал | | 500 |

ный в процессе покупки компании, обычно списывался в резервы и не отражался в балансе. После произошедших изменений приобретенный гудвилл такого рода появился в бухгалтерских отчетах. Но существует другая сложность. Реальные основные средства ежегодно должны **амортизироваться**, чтобы отражать снижение своей стоимости в результате износа. А что делать с неосязаемыми активами вроде гудвилла? Теряют ли они свою стоимость и требуется ли их амортизировать?

Ответ в широком смысле будет «да», если только нельзя будет показать, что в приобретенном предприятии гудвилл сохраняет или увеличивает свою ценность. Таким образом, можно встретить разброс в подходах к гудвиллу. Иногда амортизация гудвилла рассматривается в составе годовой прибыли, иногда нет.

Заметим, что только «оплаченный» гудвилл отражается в бухгалтерских отчетах. Наиболее успешные предприятия действительно стоят значительно больше, чем просто балансовая стоимость их активов, другими словами, их стоимость (на фондовом рынке или где-нибудь еще) содержит значительный элемент гудвилла. Но этот гудвилл, который само предприятие первоначально создавало внутри себя, обычно не появляется в балансах. Рынку решать, как оценивать компанию, сколько стоит гудвилл бизнеса. Компания не должна пытаться оценить это в своих отчетах.

Отметим, что гудвилл не является единственным видом неосязаемых активов. Другие статьи, такие как патенты, торговые мар-

ки и соглашение о выплате роялти, иногда появляются под рубрикой «неосязаемые активы» в отчетах компании. Инвестиционные аналитики обычно исключают гудвилл, когда рассчитывают стоимость чистых активов компании, которая подразумевает стоимость **чистых осязаемых активов (net tangible asset value)**. В то же время они не обязательно исключают такие статьи, как патенты, которые могут обладать определенной рыночной стоимостью.

Дочерние компании

Следующим пунктом являются **инвестиции в ассоциированные компании, или долевое участие (interest in associates)**; иногда дочерние компании также называются **подконтрольные компании (related companies)**. Определение **ассоциированной компании (associated company)** открыто для интерпретации. Но в целом это будет компания, которая не является филиалом, но в которой *Jones Manufacturing* имеет долю, составляющую от 20 до 50% акционерного капитала и на управление делами которой она имеет некоторое влияние. Другими словами, *Jones Manufacturing* не держит акции ассоциированной компании просто как обыкновенную инвестицию, как она делает в случае владения государственными ценными бумагами.

Между ассоциированными компаниями и *Jones Manufacturing* возможно существование деловых отношений. Ассоциированная компания может, к примеру, быть важным поставщиком комплектующих для *Jones*, или она могла бы быть важным потребителем продукции *Jones Manufacturing* — в любом случае для *Jones* могло бы оказаться выгодным иметь возможность до некоторой степени влиять на дела ассоциированной компании. На языке бухгалтерии участие в ассоциированной компании обычно будет отражаться в балансе посредством данных, отражающих долю *Jones Manufacturing* в чистых активах ассоциированной компании. Если ассоциированная компания или компании имели чистых активов на £10 млн и *Jones Manufacturing* владеет 30% акций, данные в балансе компании *Jones* будут составлять 30% от £10 млн, или £3 млн. Участие в ассоциированной компании отличается от просто **инвестиций, связанных с основной деятельностью компании (trade investment)**, или от участия в акционерном капитале компании, в отношении которой нет планов участия в ее управлении или иного влияния на нее.

Разновидности долга

Источники финансирования *Jones Manufacturing* также отличаются большим разнообразием и немного более сложные, чем

источники *Jones Smith & Co*. Есть банковский овердрафт, хотя и незначительный по сравнению с размерами компании. Но есть и три вида среднесрочной или долгосрочной задолженности в разделе **кредиты со сроком погашения более года**. Для начала отметим знакомую уже нам срочную ссуду, и вновь она будет относительно небольшой, всего £800 000.

Две другие статьи — задолженность в виде **облигаций, обеспеченных активами компании (debenture stock)**, и **конвертируемые облигации (convertible loan stock)** — представляют собой два разных вида заимствований, поскольку они являются **ценными бумагами**, выпущенными компанией вместо получения банковского кредита. Аналогично тому как поступает государство, когда оно занимает средство путем государственных облигаций, *Jones Manufacturing* собрала деньги за счет выпуска разных видов облигаций и продажи их инвесторам — обычный способ выпуска краткосрочных долговых обязательств в обмен на наличные (см. главу 13). После выпуска эти ценные бумаги, как правило, обращаются на фондовом рынке. Инвесторы, которые приобрели их за наличные при первичном размещении, могут или дожидаться, пока не наступит срок их погашения, или продать их другим инвесторам на фондовом рынке. В обоих случаях по ним выплачивается фиксированная процентная ставка.

Облигации, обеспеченные активами, обычно имеют обеспечение в виде определенных активов компании, а именно — активов хорошего качества. Только в этом случае облигации будут представлять собой безопасную форму вложений для покупателей. Это форма долгосрочного заимствования. Они не подлежат погашению до 2014 г. Когда облигации были впервые выпущены в обращение, они могли иметь **срок жизни 25 или 30 лет**, а возможно, и больше.

Конвертируемые облигации почти наверняка представляют собой **необеспеченные облигации (unsecured loan stock)**. Они не обеспечены активами компании и в этом отношении являются менее безопасными, чем обеспеченные облигации. Но самая важная особенность их заключается в том, что они **конвертируемые**, т. е. на некотором этапе своей жизни, а возможно, сразу после поступления на рынок они могут быть обменены на обыкновенные акции в заранее объявленной пропорции. Данная особенность придает этим бумагам некоторые черты кредита и отдельные атрибуты обыкновенной акции, хотя с юридической и бухгалтерской точек зрения это кредит. Пока такая бумага не конвертирована, по ней выплачивается фиксированная ставка процента, как и по обеспеченным облигациям. Когда они конвертируются в обыкновенные акции, по ним, как и по всем другим акциям в составе эмиссии, начисляется одинаковый дивиденд.

Если облигация не была конвертирована в акции на протяжении **конверсионного периода (conversion period)**, она может превратиться обратно в простую необеспеченную облигацию, приносящую фиксированный процент до момента окончательного погашения в 2010 г. Воспользуется или нет владелец облигации своим правом на конвертацию, будет зависеть от того, насколько успешно работает *Jones Manufacturing*. Условия **конвертации (conversion terms)**, возможно, с самого начала были установлены на уровне немного выше цены акции *Jones Manufacturing* на момент эмиссии (**конверсионная премия, conversion premium**). Если в тот момент цена акции составляла 80 пенсов, условия займа могли оговаривать, что долговое обязательство номиналом £1 может быть конвертировано в одну обыкновенную акцию. Это означает, что любой, кто заплатил £100 за облигацию номиналом £100, заплатил бы по £1 за акцию, если он решает воспользоваться своим правом на конвертацию. Конверсионная премия составляет 25% на момент эмиссии. Спустя пять лет, если компания увеличила свои прибыли и дивиденды до хорошего уровня, цена акции могла бы возрасти, скажем, до 180 пенсов. На этом уровне становится ясно, что цена права обмена облигации номиналом £1 на акцию стоит 180 пенсов.

Благодаря этой **конверсионной стоимости (conversion value)** выросла бы цена самой конвертируемой облигации на фондовом рынке. Инвесторы были бы готовы заплатить больше £100 за облигацию с номинальной стоимостью £100, если они знают, что каждый £1 мог бы быть конвертирован в акцию, которая стоит 180 пенсов. Расчеты, которые дают вероятную цену конвертируемой облигации на фондовом рынке по сравнению с ценой обыкновенных акций, являются достаточно сложным занятием. В целом стоимость конвертируемой облигации растет в случае роста стоимости обыкновенных акций, но в процентном выражении она растет медленнее, чем обыкновенные акции. С другой стороны, конвертируемая облигация обычно обеспечивает более высокий и более безопасный доход, чем обыкновенные акции, по крайней мере в первые годы, пока дивиденды по обыкновенным акциям растут.

Основное преимущество конвертируемых облигаций для компании заключается в том, что процентная ставка, которую ей требуется платить, вероятно, будет ниже, чем для обыкновенных необеспеченных облигаций. Инвесторы будут согласны с более низкой процентной ставкой из-за возможности прироста капитала в случае роста цены акций, так как рыночная стоимость конвертируемых облигаций следует за ней. Конвертируемые облигации также представляют собой форму **отложенного акционерного капитала (deferred capital)**. Если компания вместо

них выпускает обыкновенные акции, ее прибыли и дивиденды немедленно распределяются среди большего количества акций, т. е. прибыли будут **разводняться** среди возросшего капитала.

Конвертируемые облигации с гораздо более сложными особенностями стали в последние годы обычной практикой, особенно в тех случаях, когда эмиссии осуществляются через механизм евროрынков (см. главу 17). Вы можете найти привилегированные акции (см. далее), которые конвертируются в обыкновенные акции наравне с конвертируемыми облигациями. Здесь нужно упомянуть один частный случай сложной конвертируемой бумаги — **конвертируемый опцион пут с премией (premium put convertible)**, который также появляется в еще более непонятной форме **конвертируемой капитальной облигации (convertible capital bond)**. «Пут с премией» — это опцион инвестора, который дает ему право потребовать от компании выкупить его облигацию обратно с премией к цене эмиссии обычно через пять лет, если цена акции выросла недостаточно, чтобы сделать конвертацию стоящим делом. Эта особенность относится к инвесторам на евროрынках, которые в целом больше ориентированы на облигации, чем на акции. Недостаток такого варианта для эмитента состоит в том, что в момент эмиссии облигации он не знает, привлекает ли он устойчивый капитал или он столкнется с тем, что спустя несколько лет ему придется искать деньги на выкуп эмиссии с премией, вероятно, в тот момент, когда он далек от возможности сорить деньгами.

Размывание прибыли и активов

Выпуская конвертируемые облигации, *Jones Manufacturing* может компенсировать процентные издержки (стоимость обслуживания долга) за счет налогов, в то время как дивиденды по обыкновенным акциям или по конвертируемым привилегированным акциям должны были бы выплачиваться из дохода после уплаты налогов. К тому времени, когда долг может быть конвертирован, доходы должны существенно вырасти и стоимость активов компании также должна увеличиться. Инвестиционные аналитики, журналисты и сами компании часто говорят о **полностью размывтой прибыли на акцию и полностью размывтых активах на акцию**. Это означает, что они подсчитали, что прибыль на акцию, основанная на предположении о том, что облигация будет конвертирована и текущие прибыли (скорректированные на исчезновение процентных платежей по конвертируемым облигациям) распределяются среди большего количества акций. Они также вычисляют такие же суммы для NAV (чистая стоимость активов) (см. далее). Как мы видели, компании могут выпускать **конвертируемые привилегированные акции** (см. выше) вместо конвертируемых не-

обеспеченных облигаций. Они могут конвертироваться в обыкновенные акции во многом похожим способом, но дивиденд по конвертируемым привилегированным акциям не вычитается из налогов, как проценты по конвертируемым облигациям. С другой стороны, конвертируемые привилегированные акции рассматриваются скорее как акционерный капитал, чем как долг.

Резервы

Есть еще две незнакомые статьи. **Резервы для выплаты задолженности и процентных расходов (provisions for liabilities and charges)** в сумме £500 000 должны вычитаться из суммы активов до того, как мы переходим к чистой стоимости активов. Они могут состоять в основном из **отсроченного налога (deferred tax)**, который представляет собой налог, выплата которого может потребоваться в будущем, но который еще не является достаточно определенным обязательством, чтобы отнести его к текущим обязательствам. Они также могут включать в себя суммы, которые компания отложила для того, чтобы оплатить известные будущие издержки, такие как издержки, связанные с ликвидацией или реорганизацией части бизнеса.

Миноритарные акционеры

Вторая статья, **доля миноритарных акционеров (minority shareholders' interest)**, или **неконтрольный пакет акций (minority interest)**, уже упоминалась в главе 4. Когда компания *Jones* не владеет всеми акциями своих дочерних компаний, эта цифра представляет собой активы, относящиеся к акциям других акционеров в этих дочерних компаниях. Поскольку эта стоимость не принадлежит акционерам компании *Jones*, она должна вычитаться в целях получения величины чистых активов, принадлежащих владельцам *Jones*.

Инвестиционные обязательства

Две следующие статьи, которые могут повлиять на состояние баланса в будущем, появляются в примечаниях к отчетам, но не в самих отчетах. Одной из таких статей являются **инвестиционные обязательства (capital commitments)**. Это предполагаемые инвестиции, на которые у директоров есть полномочия или о которых есть договоренность, но которые еще не осуществлены. Они могут быть полезны с точки зрения получения представления об инвестиционных планах компании и о том, будут ли они покрываться существующим потоком наличности.

Забалансовые обязательства

Другой статьёй являются **забалансовые обязательства (contingent liabilities)**. *Jones Manufacturing*, например, возможно, предоставит **гарантию** по банковской ссуде одной из своих ассоциированных компаний. Или против компании может быть возбуждено судебное дело, в ходе которого другая сторона предъявит требование о возмещении ущерба в £500 000, хотя *Jones Manufacturing* и отрицает свою вину. В обоих случаях компания не планирует возникновения подобных обязательств, но они могут появиться. Поэтому эти обязательства не включаются собственно в отчет, но компания указывает, что они могут возникнуть в будущем.

Привилегированные акции

Вернемся собственно к балансу. Состав средств акционеров также является более сложным, чем в случае с компанией *John Smith & Co*. Во-первых, *Jones Manufacturing* имеет капитал двух видов: **привилегированные акции и обыкновенные акции**.

Компании с **привилегированным акционерным капиталом** часто имеют его по историческим причинам, хотя эмиссии привилегированных акций (в частности, конвертируемых привилегированных акций) за последние годы приобрели популярность. Различные мутации привилегированного капитала могут возникать при финансировании молодых предприятий, которые еще не котируются на фондовой бирже, а также финансировании **выкупа компании ее менеджерами (management buy-out)** (см. главу 11). По привилегированным акциям обычно выплачивается фиксированный дивиденд, и в этом отношении они больше напоминают облигации, чем обыкновенные акции. Но дивиденд должен выплачиваться из прибыли, с которой заплачен налог, тогда как для процента по облигациям делается вычет из прибыли до налогов. Помимо этого недостатка привилегированные акции обычно не учитываются при расчете показателя левериджа компании, а облигации учитываются, в то же время они безопаснее облигаций. Компания рискует закрыться, если не может выплатить проценты по своим облигациям, в то время как она может пропустить выплату дивиденда по привилегированным акциям без возникновения подобного риска.

Привилегированные акции являются частью **средств акционеров (shareholders' funds)**, но не частью **акционерного капитала в виде обыкновенных акций (ordinary shareholders' funds)**. Они представляют собой **акционерный капитал (share capital)**, но не входят в **капитал компании, состоящий из обыкновенных акций, резервов и нераспределенных прибылей (equity share capital)**. Они

не принимают участие в росте благосостояния компании, поскольку дивиденд носит фиксированный характер и не увеличивается вместе с ростом прибыли. Они имеют право на получение дивиденда до того, как что-нибудь получат владельцы обыкновенных акций. Так что дивиденд по ним безопаснее, чем дивиденд по обыкновенным акциям. Если компания должна **ликвидироваться** (закрыться), владельцы привилегированных акций обычно имеют право на получение номинальной стоимости своих акций (обычно, но это не обязательно £1) до того, как что-нибудь получат акционеры, владеющие обыкновенными акциями. При этом предполагается, что после оплаты облигаций и всех других долгов у компании что-то еще останется. Привилегированные акции обычно не дают права голоса, пока не существует **задолженности** по дивидендам (выплаты не были произведены). Заметим, что если эмиссия привилегированных акций имеет слово «**включая**» (*sup.*) в своем названии, то это означает «кумулятивный». В этом случае, если компания не в состоянии выплачивать дивиденд по привилегированным акциям в отдельные годы, то эти дивиденды накапливаются и должны быть выплачены тогда, когда компания окажется в состоянии это сделать. Если в описании появляется пометка *red.*, это означает, что они будут погашены в объявленный день в будущем.

Еще одна техническая подробность, на которую вы можете случайно наткнуться: определенные виды привилегированных акций, выпущенные дочерними компаниями, а не материнской фирмой, но гарантированные ею, могут обладать характеристиками, больше похожими на облигацию, чем на акцию, и могут рассматриваться скорее в качестве обязательства, а не как капитал, в консолидированном отчете.

Менее обычные виды акций

Мы рассмотрели только обыкновенные и привилегированные акции, но существуют разные менее известные формы акционерного капитала, которые могут эмитировать компании. Они представляют собой вариации на тему обыкновенных и привилегированных акций. **Отсроченные (deferred) обыкновенные акции** могут не приносить дивиденда, пока не будут конвертированы в обыкновенные акции в определенный момент в будущем. **Привилегированные обыкновенные акции** будут давать право на получение минимального дивиденда до получения выплат по обыкновенным акциям и, возможно, на получение доли в обыкновенных дивидендах при выплатах по обыкновенным акциям. Похожими на предыдущие акции могут быть

и **привилегированные акции участия (participating preference shares)**; они приносят фиксированный дивиденд плюс дополнительный дивиденд сверх него, который зависит от размера прибыли. **Конвертируемые привилегированные акции** могут конвертироваться в обыкновенные акции и т. д.

Номиналы

Посмотрим на акционерный капитал, состоящий из **обыкновенных акций, нераспределенной прибыли и резервов**. Отметим, что *Jones Manufacturing* обладает эмитированным капиталом в виде обыкновенных акций в сумме £1,5 млн, но он разделен на кусочки по 20 пенсов каждый. Другими словами, каждый фунт стерлингов номинального капитала делится на 5 акций, так что в составе эмиссии насчитывается 7,5 млн акций, каждая **номинальной или лицевой** стоимостью 20 пенсов. Величина номинала иногда вызывает проблемы. Она не имеет ничего общего с ценой, по которой акции могут обращаться на рынке, и для большинства практических целей вы можете просто забыть о них, американские компании часто имеют обыкновенные акции (известные как *common stock*) **без всякой номинальной стоимости**.

Многие английские компании имеют акции номиналом 25 пенсов, а другими типичными номиналами являются 5, 10, 20, 50 пенсов и £1. Но это имеет отношение только к определенным бухгалтерским целям и для технических требований **Закона о компаниях (Companies Act)**, в соответствии с которыми компании не могут выпускать акции по ценам ниже их номинала. Что интересует инвесторов, так это та цена, по которой акция котируется на фондовом рынке. И вполне возможно, что акция номиналом 5 пенсов котируется по 400 пенсов, а акция номиналом £1 оценивается рынком ниже своего номинала — всего в 80 пенсов.

Разрешенный к выпуску и выпущенный акционерный капитал

В сообщениях прессы упоминается еще одна грань капитала компании, особенно в материалах, связанных со сделками о слияниях. Вы можете встретить ссылки как на **выпущенный акционерный капитал (issued capital)** (номинальная стоимость акций в эмиссии), так и на **разрешенный к выпуску акционерный капитал (authorized capital)**, который представляет собой максимальную сумму капитала, на эмиссию которой компания получила разрешение от своих акционеров. *Jones Manufacturing* могла бы иметь разрешенный капитал в £3 млн, разделенный на £500 000 капитала в привилегированных акциях (который эми-

тирован полностью) и £2,5 млн капитала в виде обыкновенных акций. Поскольку до сих пор выпущено обыкновенного акционерного капитала только на сумму £1,5 млн, остается еще £1 млн **разрешенного к выпуску, но не выпущенного капитала (authorized, but not issued capital)**, эквивалентного 5 млн обыкновенных акций номиналом 20 пенсов. Поэтому директора могли бы принять решение об эмиссии еще 5 млн акций без необходимости предварительного получения одобрения акционеров на увеличение уставного капитала. Фактически 1,5 млн этих невыпущенных акций уже предназначены для возможной конвертации в них конвертируемых облигаций.

Институциональные акционеры компании в целом испытывают некоторое неудобство и когда директора обладают полномочиями на эмиссию большого количества новых акций без предварительной консультации с акционерами. Например, директора могли бы пуститься на необдуманные расходы на поглощение других компаний, используя в качестве средства оплаты новые акции, не посоветовавшись с акционерами. Поэтому эти институты, как правило, настаивают на том, чтобы кроме суммы разрешенного, но не выпущенного капитала, компания регулярно обновляла бы свои полномочия на выпуск новых акций согласно разделу 80 Закона о компаниях, который вводит максимальный лимит на количество новых акций, когда те будут эмитированы. Эти решения, предоставляющие полномочия на выпуск новых акций в случае необходимости, являются стандартным пунктом повестки дня общего собрания акционеров компании. Обычная практика состоит в том, что институты будут голосовать за разрешение на эмиссию новых акций при условии, что новые акции будут составлять не более трети от существующего объема выпущенного капитала. Эта сумма как может представлять собой разницу между разрешенным и выпущенным капиталом, так и может означать, что у директоров нет разрешения на выпуск всех разрешенных, но не выпущенных акций без дальнейших консультаций с акционерами. Если впоследствии директора захотят выйти за пределы установленных лимитов, им потребуется собрать общее собрание акционеров для одобрения данного шага. Это один из методов осуществления акционерами контроля над компанией, в которую они инвестировали свои средства.

Варранты

Помимо акций существует и другой тип квазиценных бумаг, которые может выпускать компания и о которых будет упоминаться в примечаниях к отчетам, но которые не отражаются

как акционерный капитал в балансе. Это **варрант (warrant)**. Компания может выпускать варранты, которые дают их владельцу право подписаться по фиксированной цене на акции компании на некоторую дату в будущем. Подписная цена (**subscription price**) обычно будет зафиксирована на уровне выше текущей цены акций на момент выпуска варранта, так что на этой стадии любая стоимость варранта является просто «стоимостью надежды».

Предположим, что выпускается варрант, который дает право подписаться на одну акцию по цене 180 пенсов в некоторый момент в будущем. Текущая цена акций составляет 150 пенсов, и у варранта нет никакой **внутренней стоимости (intrinsic value)**. Но если бы цена акции выросла до 250 пенсов, у права на подписку по цене 180 пенсов появляется очевидная стоимость, поскольку акция могла бы немедленно быть продана за 250 пенсов, и цена самого варранта будет отражать эту разницу в ценах. Этот принцип во многом напоминает тот, который применяется к **свободно обращающемуся опциону (traded option)** (см. главу 18 для более полного объяснения). Но варрант дает право приобрести за наличные новую акцию, которую выпускает компания. Опцион дает право купить акцию на вторичном рынке у ее сегодняшнего владельца и не влияет собственно на финансирование компании. Однако американская терминология иногда затемняет эту разницу. Как и сами акции, варранты обращаются на фондовом рынке.

Варранты иногда выпускаются для того, чтобы усилить привлекательность необеспеченных облигаций и часто рассматриваются как **условие повышения привлекательности акций (equity sweetener)** или как **право конвертации облигации в акцию (equity kicker)**. Долговые обязательства с фиксированной процентной ставкой становятся непопулярными в периоды высокой инфляции. Но если подписчикам на облигации предлагается, скажем, один варрант за каждые £3 задолженности, то они будут заинтересованы в росте благосостояния компании, которое отражается в цене ее акций. Когда варранты выпускаются подобным способом, то они обычно свободно торгуются на фондовом рынке отдельно от самих облигаций. Определение теоретической стоимости варранта относительно цены обыкновенных акций является технически довольно сложным процессом, и лучше всего оставить его экспертам. Фактическая стоимость в данный момент времени определяется соотношением покупателей и продавцов на рынке, как и в случае с акциями. Кстати, заметим, что варранты, выпущенные компанией, отличаются от **покрытых варрантов (covered warrants)** (см. глоссарий).

Резервы отчета о прибылях и убытках

Резервы отчета о прибылях и убытках *Jones Manufacturing* (обычно они называются **резервами из прибыли**, которые могут быть распределены среди акционеров (*revenue reserves*) в сумме £5,4 млн, значительно больше, чем выпущенный капитал. Это указывает на выделение в отдельные годы **капитализированных прибылей (нераспределенных прибылей) (ploughed-back profits (retained earnings))**, которые добавляются к резервам по счету прибылей и убытков в составе баланса. Если компания переживает плохой период, когда она не зарабатывает той прибыли, которую могла бы, то она может использовать часть этих капитализированных в предыдущие годы прибылей для выплаты дивидендов (всегда предполагается, что у нее также есть достаточные наличные средства). В бесприбыльные годы резервы из прибыли могут уменьшаться на сумму чистых убытков плюс любые издержки на выплату дивидендов.

Счет премий акций

Счет премий акций (share premium account) является частью средств акционеров, но требует дальнейших объяснений. Он образуется тогда, когда компания выпускает новые акции по цене выше их номинальной стоимости (в случае действующей компании акции почти всегда оцениваются выше своей номинальной стоимости, и новые акции будут оцениваться соответственно). Предположим, что в прошлом компания *Jones* решила собрать деньги посредством предложения **новых обыкновенных акций своим текущим акционерам (rights issue — см. главу 9)**. Цена акций в тот момент составляла 110 пенсов, и она выпустила новые акции по цене 80 пенсов. Поскольку номинальная стоимость акций составляет 20 пенсов, каждая новая акция продавалась с **премией** в 60 пенсов относительно своей номинальной стоимости. Поэтому каждая новая акция, проданная компанией, добавила 20 пенсов к ее номинальному капиталу и учитывала дополнительные 60 пенсов путем отнесения их к счету премий акций.

Счет премий акций занимает особое положение в законодательстве, благодаря которому с него ничего не может списываться без разрешения судов (например, он не может использоваться для покрытия **операционных убытков** без подобного разрешения). Поскольку он образуется в результате эмиссии капитала, с ним обращаются так, как если бы он был частью капитала компании — часть подушки из акционерного капитала, которая обеспечивает защиту кредиторам.

Резервы от переоценки

Резервы от переоценки (revaluation reserves) обычно возникают или увеличиваются, когда компания проводит переоценку своих активов в сторону повышения, как правило, той собственности, которой она владеет в виде основных средств. Предположим, наша компания провела профессиональную **переоценку** своих зданий (статья «Земля и здания»), в результате которой стоимость зданий была оценена на £1,95 млн больше, чем их балансовая стоимость в £3 миллиона. В этом случае компания увеличила бы стоимость своей собственности в отчетах на £1,95 млн и прибавила бы эту сумму в £1,95 млн к капитальным резервам, показывая, что эта дополнительная стоимость (**превышение над балансовой стоимостью**) принадлежит акционерам. Баланс должен быть сбалансирован!

Переоценка стоимости компаний часто рассматривается в контексте предложений о слиянии. Если компания владеет собственностью, которая последний раз переоценивалась 10 лет назад (это не относится к нашей *Jones Manufacturing*), пресса могла бы сказать: «Балансовая стоимость чистых активов [компании, которой сделано предложение о покупке] составляет 250 пенсов на акцию по сравнению с предложением в 275 пенсов на акцию. Но если эта компания стоит сегодня на £3 млн дороже своей балансовой стоимости, то стоимость чистых активов вырастет до 310 пенсов, и предложенная цена выглядела бы заниженной». То есть автор мысленно прибавляет £3 млн к балансовой стоимости компаний, увеличивает резервы от переоценки (и соответственно средства акционеров) на подобную сумму и получает в результате расчетов показатель для чистой стоимости активов. Он использовал бы такую же математику, если бы компания владела инвестициями, которые стоили больше, чем цифры, по которым они **отражались в бухгалтерских книгах**.

Корректировка стоимости чистых активов

И наконец, **стоимость чистых активов** компании *Jones Manufacturing*. Здесь существует две сложности. Во-первых, вспомним, что гудвилл обычно исключается для получения значения **чистой стоимости реальных активов**. Во-вторых, привилегированные акции не являются частью средств акционеров, состоящих из обыкновенных акций, и также должны исключаться из расчета активов, принадлежащих владельцам обыкновенных акций. Поэтому суммы выглядят так, как они показаны в табл. 5.2.

Таблица 5.2

| | £ (тыс.) |
|---|--------------------|
| СРЕДСТВА АКЦИОНЕРОВ, КАК ОНИ ОТРАЖЕНЫ В ОТЧЕТАХ | <u>11 000</u> |
| Минус ГУДВИЛЛ | 1000 |
| Минус ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ | <u>500</u> |
| СРЕДСТВА АКЦИОНЕРОВ В ВИДЕ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ | <u>9500</u> |
| Разделить на 7,5 млн акций в выпуске | |
| ЧИСТАЯ СТОИМОСТЬ РЕАЛЬНЫХ АКТИВОВ НА ОДНУ ОБЫКНОВЕННУЮ АКЦИЮ | <u>126,7 пенса</u> |

Другая сложность заключается в существовании конвертируемых облигаций. Используя дополнительную информацию, мы можем рассчитать полностью разводненную (*fully diluted*) стоимость чистых активов на акцию для компании *Jones*, т. е. каким бы было положение дел, если бы задолженность конвертировалась в акции сейчас. Возьмем £9,5 млн скорректированных средств акционеров в обыкновенных акциях (после исключения гудвилла и привилегированных акций). Добавим к номинальной стоимости акций задолженность в виде конвертируемых облигаций на сумму £1,5 млн, поскольку они перестанут существовать в виде задолженности в случае конвертации, и соответственно средства акционеров возрастут на £1,5 млн. Затем разделим этот результат £11 млн на возросшее количество обыкновенных акций — 7,5 млн плюс 1,5 млн, образующиеся в результате конвертации. Итог: £11 млн, деленные на 9 млн акций = £1222, или 122,2 пенса. Итак, конверсия облигаций будет уменьшать (разводить, *dilute*) активы на акцию со 126,7 пенса до 122,2 пенса. Это достаточно незначительное размытие, но его стоит иметь в виду.

Интернет-ссылки

См. конец главы 3 — можно воспользоваться теми же указателями.

Глава 6. Акции и фондовая биржа

Фондовые биржи теперь не те, что были раньше, и это, может быть, не так уж и плохо. Фондовые биржи обычно являлись институтами клубного характера, работали, как правило, с ценными бумагами отечественных компаний, во многом защищенными от конкуренции. Это означало, что люди, которые входили в клуб, могли диктовать клиентам условия по оплате как услуг, так и условий, на которых они будут с ними работать. Теперь это не так. Современные ведущие биржи управляются как деловые предприятия, конкурирующие друг с другом и все больше подстраивающиеся под требования своих главных клиентов. В связи с ростом международной торговли ценными бумагами ни одна биржа не может почитать на лаврах и считать, что у нее есть постоянный доступ к существующей клиентуре. Если она не даст своим клиентам того, что они хотят, существует вероятность того, что этих клиентов перехватят другие биржи. Не существует никакого богом данного правила, которое гласит, что акции английских компаний могут обращаться только в Великобритании, а акции французских компаний — только во Франции.

Но изменения не происходят без проблем. Идеальный рынок (а фондовая биржа — это всего лишь рынок) сводит вместе потенциальных покупателей и продавцов товара, позволяет цене товара определяться взаимодействием всех этих покупателей и продавцов и гарантирует, что этот механизм установления цен является прозрачным и очевидным для всех. Если вы распределите покупателей и продавцов между конкурирующими рынками, вы можете обнаружить, что механизм ценообразования оказывается под угрозой.

Однако сегодня это представляет собой менее значительную проблему, чем в былые дни. Рост средств электронной коммуникации произвел революцию в этом отношении. Фондовые биржи обычно были реальными торговыми площадками, где покупатели и продавцы (или их агенты) вместе встречались в торговом зале (*trading floor*). Сегодня торговый зал все больше заменяют компьютеры. Компьютер при помощи электронных линий связи с клиентами рынка может свести воедино заказы всех возмож-

ных покупателей и продавцов более эффективно, чем любая реальная рыночная площадка. Более того, неважно, где физически находятся эти клиенты. При условии, что они могут подключиться к рынку с помощью компьютера и телефонной линии или радиотелефона, они могут участвовать в работе рынка так же легко, как и инвестор на пороге торгового зала.

Возникает следующий вопрос: нуждаемся ли мы все еще в формализованных рынках, использующих свои собственные компьютерные системы? Интернет предлагает нам ресурс, доступный каждому, у кого есть телефон и компьютер. Он потенциально может свести воедино покупателей и продавцов всего чего угодно из любого места на земном шаре. Что, однако, не может обеспечить Интернет — или пока не может — это правила, нормы регулирования и контроль, которые используют существующие рынки для защиты своих участников. Поэтому первоначальная роль Интернета заключалась в том, чтобы быть средством распространения информации о действующих фондовых биржах и ценных бумагах, которые на них обращаются. Он также обеспечивает канал связи для потенциальных покупателей и продавцов акций для размещения приказов. Но по крайней мере первоначально приказы выполнялись на существующих рынках.

Как вписывается Лондонская фондовая биржа (ЛФБ) в эту эволюционирующую картину? В конце 1990-х гг. в Великобритании существовала единственная фондовая биржа, с которой могла взаимодействовать обыкновенная публика, хотя технически это была не только фондовая биржа. Но она сильно изменилась и эволюционировала за предыдущие 20 лет. Ушла в прошлое старая торговая площадка на Трогмортон-стрит в Лондонском Сити, где когда-то дилеры встречались лицом к лицу. Она давно заменена центральным компьютером, связанным телефонами и другими компьютерами с дилинговыми комнатами отдельных брокеров и брокерских фирм. Продажи и покупки ценных бумаг происходят по телефону и по компьютерным линиям, между офисами отдельных дилеров. Гости Лондона, которые просят показать им фондовую биржу, неизменно испытывают разочарование. Нет ничего, что бы можно было посмотреть. Самое большое, что они могут сделать, это нанести визит в наполненную мониторами дилинговую комнату какого-нибудь из ведущих рыночных игроков.

ЛФБ изменилась как по своим технологиям, так и по своим размерам. С точки зрения размеров Лондон стоит сразу за Нью-Йоркской фондовой биржей (NYSE, NICE), американской компьютерной биржей НАСДАК (NASDAQ) и Токийской фондовой биржей. Но в дополнение к своей деятельности в торговле

отечественными акциями он также стал крупнейшим рынком торговли иностранными ценными бумагами.

Но даже эти изменения бледнеют по сравнению с тем предложением, которое появилось в 2000 г.: полное слияние ЛФБ и немецкой фондовой биржи, **Deutsche Bourse**. Предполагалось, что компания будет поровну принадлежать каждой из сторон, называться **IX** (аббревиатура названия **Международные биржи, International Exchanges**) и располагаться в Лондоне с выполнением основных операций во Франкфурте. Примечательно, что новый рынок для быстро растущих акций технологических компаний должен был представлять собой совместное предприятие с американской биржей НАСДАК. Также предполагалось создание новой электронной торговой платформы для всех рынков и торговых сделок с оплатой наличными в новом образовании, известном как *Xetra*. В новую группировку также должен был входить континентальный европейский рынок производных инструментов **Eurex**. Ожидалось, что в дальнейшем к IX присоединятся другие европейские биржи, двигаясь в направлении создания общеевропейского фондового рынка. Первоначальные сообщения о том, что все сделки могли бы заключаться в евро, даже в случае акций английских компаний, вызвали в Великобритании некоторый испуг. Но позднее предложили, чтобы валютой торговли могли бы стать те валюты, которые лучше других отвечают потребностям инвесторов и других участников рынка, а цены в фунтах стерлингов в любом случае останутся доступными для частных инвесторов.

Потребуется некоторое время, чтобы проявились все последствия этого предполагаемого слияния — и новой торговой платформы. За прошедшее время Лондонская фондовая биржа изменила методы своей торговли. Двадцать лет назад члены фондовой биржи делились на **дэбберов (маркетмейкеров или принципалов)** и **брокеров (агентов)**, такое строгое деление было известно как система возможности выступать в **единственном качестве (single-capacity)** (немного спустя мы объясним, что это означает). Оба класса членов фондовой биржи должны были быть независимыми экономическими единицами — они не могли принадлежать банкам или другим институтам.

В ходе реорганизации Лондонской фондовой биржи (**Big Bang**) в 1980-х гг. система «единственной возможности» была отменена. Фирмам разрешили действовать как в качестве маркетмейкеров, так и в роли агентов, и они могли принадлежать крупным финансовым институтам. Примерно в это же время торговля перешла с реальной площадки торгового зала на систему компьютерной и телефонной торговли.

Через одиннадцать лет, в 1997 г., была введена еще одна торговая система для акций крупнейших компаний. Приказы на покупку и продажу могли посылаются прямо в центральный компьютер, который автоматически выполнял совпадающие сделки.

Наконец, ЛФБ серьезно изменила условия членства. Хотя еще существуют независимые брокеры, действующие как агенты для инвесторов, но большинство крупных фирм — членов биржи были приобретены солидными финансовыми институтами, в основном розничными или инвестиционными банками Англии и из-за границы. В то же самое время членами ЛФБ стали известные зарубежные финансовые институты, особенно американские инвестиционные банки. Крупнейшие представители этих группировок сегодня образуют ведущие фирмы по торговле ценными бумагами (*securities houses*), которые предлагают полный спектр финансовых и инвестиционных услуг, включая поддержание рынка, агентские услуги брокера, организацию и размещение выпуска ценных бумаг, сделки с еврооблигациями, услуги на денежном и валютном рынках и т. д. Отделы корпоративных финансов инвестиционных банков организуют поглощения и защиту от поглощения компаний, дают рекомендации по вопросам построения финансовой структуры компаний. Управляя средствами от имени клиентов (особенно пенсионных фондов), инвестиционные банки проводят большую работу по управлению фондами (*fund management*). Наконец, более крупные брокеры и компании по работе с ценными бумагами нанимают большое количество инвестиционных аналитиков, которые исследуют экономику, финансовые рынки и перспективы отдельных компаний. Исследовательская деятельность представляется главным образом как услуга инвестирующим институтам, обслуживанием деятельности которых на фондовых рынках занимаются инвестиционные банки. Инвестиционные аналитики одновременно являются и первоочередными источниками информации для финансовых журналистов, и вы часто можете найти ссылки на их прогнозы в финансовой прессе.

Современная структура бизнеса членов фондовой биржи порождает некоторые проблемы с терминологией, особенно для финансовых журналистов, которые еще помнят дни Большой реконструкции. Журналисты часто говорят о *брокерах* и используют их первоначальные названия, даже если сегодня они являются частью более крупной группы. Но когда речь идет о крупных концернах, используется термин *компания по ценным бумагам* (*securities houses*). Понятие *маркетмейкер* обычно используется тогда, когда речь идет о специфической функции поддержания позиции по акциям.

Лондонская фондовая биржа была совместной организацией. Она принадлежала ее членам. Это тоже требовало изменений для осуществления таких амбициозных планов, как слияние с целью образования *ИХ*, требовалось разрешить обращение ее акций, тем самым нарушалось единство между членами биржи и правом собственности на биржу.

Структура биржи

Но прежде чем более подробно рассмотреть последние изменения, нам надо показать Лондонскую фондовую биржу — такой, какая она есть сегодня — в контексте некоторых фактов и цифр. Во-первых, как и большинство фондовых бирж, она одновременно является *первичным* и *вторичным рынком*. Именно на первичном рынке ценные бумаги могут быть проданы в первый раз инвестиционному сообществу, чтобы собрать средства для бизнеса. На вторичном рынке существующие ценные бумаги могут переходить из рук в руки, покупаться и продаваться между инвесторами. Внутренний рынок ЛФБ также подразделяется на две главные части: рынок для акций компаний, известный как *фондовый рынок*, или *рынок акций* (*equity market*), и рынок для облигаций, который известен как *рынок бумаг с фиксированным процентом* (*fixed-interest market*) или *рынок золотообрезных бумаг* (*gilt-edged market*) (по названию английских государственных облигаций, *gilts*, которые составляют основную часть его оборота). Однако диапазон ценных бумаг, с которыми приходится иметь дело, значительно шире. Помимо обыкновенных акций английских компаний на Лондонской бирже зарегистрированы и акции иностранных компаний, а также привилегированные акции и более специфические виды бумаг, такие как *варранты* и *покрытые варранты*, свободно обращающиеся опционы, которые были частью ЛФБ, но теперь объединены с *Liffe* (ЛИФФЕ, Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов — см. главу 18). В числе инструментов с фиксированной процентной ставкой существуют конвертируемые облигации и прямые облигации с фиксированным доходом, выпускаемые компаниями (они также известны как *промышленные облигации* или *корпоративные облигации*). Наряду с английскими государственными облигациями на рынок котируются облигации, выпущенные местными органами власти, и некоторые облигации, эмитированные иностранными государствами. Облигации, которые выпущены на евторынок, также могут попасть в листинг на ЛФБ.

Общая стоимость акций отечественных компаний, котирующихся на *основном рынке* в Лондоне, известная как *рыночная капитализация* акционерного капитала, составила на конец 1999 г.

£1820 млрд. Величина годового оборота акций составила £1385 млрд по английским акциям, а количество сделок (операция на фондовом рынке называется «делка», какую бы цену вы ни заплатили!) составило 20,1 млн. Обе цифры включают некоторое количество сделок, которые заключались между самими дилерами, а не с публикой. В дополнение к бизнесу, связанному с торговлей обыкновенными акциями, Лондонская фондовая биржа является крупнейшим рынком для торговли международными акциями, использующим систему электронной котировки под названием **SEAQ International**. С помощью этой системы можно торговать акциями любой компании, зарегистрированной на фондовой бирже, после соответствующего одобрения ЛФБ. Общий объем торговли здесь в 1999 г. был значительно больше, чем объемом торговли отечественными акциями, и составил £2420 млрд.

Для характеристики ЛФБ как первичного рынка приведем следующие данные. В 1999 г. в результате первой продажи акций новых или существующих английских компаний было собрано около £14 млрд, и эта цифра слегка увеличится, если мы прибавим к ней облигации и другие виды ценных бумаг английских компаний. В части облигаций внутренний рынок выглядит небольшим по сравнению с **еврорынком или международным рынком (international market)**. В 1999 г. зарегистрированные на бирже английские компании привлекли свыше £82 млрд за счет продажи евробондов, формально зарегистрированных на рынке Лондона, хотя торговля этими облигациями находится за пределами внутреннего рынка (см. главы 13 и 17).

Как было отмечено ранее, Лондонская фондовая биржа состоит из ряда рынков. Компании, которые **зарегистрированы** на фондовой бирже, формируют **основной рынок**, который является наиболее важным элементом. Понятие «листинг» относится к **Соглашению о котировке акций на бирже (Listing Agreement)**, которое должны подписать компании, выпускающие акции. Это Соглашение определяет порядок их поведения и их отчетность перед акционерами. Хотя ЛФБ традиционно была **органом листинга** для английских компаний, желающих вывести на рынок свои акции, сегодня ответственность за эту функцию перешла к **Управлению финансового надзора (FSA)**. В конце 1999 г. насчитывалось около 2000 отечественных зарегистрированных компаний. В дополнение к этому акции многих иностранных компаний прошли процедуру регистрации на Лондонской бирже, так же как и в стране своего происхождения.

Альтернативный инвестиционный рынок (Alternative Investment Market, AIM), который фондовая биржа организует в дополнение к основному рынку, предназначен для акций более молодых или

небольших компаний, которые могли бы не пройти процедуру полного листинга. Смысл такой заботы об обеспечении финансовых нужд развивающихся компаний состоит в том, чтобы поддерживать на низком уровне затраты по сделкам и максимально упрощать правила их совершения. Кроме создания особых условий для новичков на рынке рынок AIM предназначался для предоставления льгот компаниям, чьи акции ранее попадали под действие биржевого Правила 4.2. Он позволял вести дела на основе **совпадающих сделок (matched bargain)** (см. глоссарий) с акциями компаний, которые никогда не регистрировались и не котировались. Компании рынка AIM, число которых в конце 1999 г. составляло 350, а в последующем численность их резко увеличивалась, не попадали под определение зарегистрированных компаний. Их акции могут быть охарактеризованы как **допущенные к котировке или обращающиеся на рынке**.

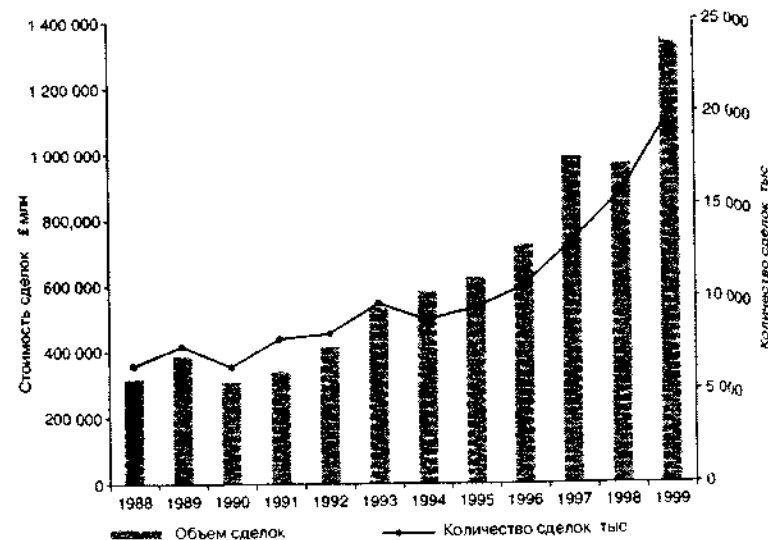


Рис 6.1 Объемы биржевой торговли акциями английских компаний. Вторая половина 1990-х гг. была временем бума для Лондонской фондовой биржи, а также для тех, кто инвестирует в этот рынок. Сильно растущие цены акций сопровождался быстро растущим оборотом на рынке как по показателям объема так и по показателям количества сделок. Наш график показывает объем торговли акциями английских компаний, зарегистрированных на основном рынке, и включает некоторый объем торговли между самими членами рынка. Источник: Office for National Statistics, Financial Statistics.

Это не первый прорыв фондовой биржи в мир небольших компаний. В 1980 г. она запустила рынок второго уровня, названный **Рынок незарегистрированных ценных бумаг (Unlisted Se-**

curities Market, USM), который в настоящее время закрылся. А для компаний, находящихся в еще более эмбриональном состоянии, в 1987 г. была открыта ранняя версия рынка небольших компаний, известная как **Третий рынок**. Но он прожил недолго, закрывшись через несколько лет.

Хотя ЛФБ или AIM удовлетворили существовавшую потребность, большинство «молодых» рынков сталкивается с общей проблемой. Дело в том, что слишком большое ослабление правил регулирования приводит к скандалам, которые подрывают доверие к рынку. Усиление же мер регулирования ведет к росту издержек компаний и удерживает их от присоединения к рынку. Кроме того, существует вечная проблема стимулирования достаточного объема торговли акциями небольших компаний с целью обеспечения приемлемой ликвидности рынка.

Внутри фондовой биржи существует еще один рынок, который следует упомянуть, поскольку вам, вероятно, предстоит о нем читать в ближайшем будущем. Это **techMARK (techMARK)**, о создании которого было объявлено в конце 1999 г. С технической точки зрения это не отдельный рынок, а группа технологических компаний внутри основного рынка, которые будут иметь другие правила листинга, отличные от тех, которые применяются в отношении большинства компаний (см. главу 8). Кроме того, он имеет свои собственные индексы.

Лондонская фондовая биржа не является единственной организацией, которая предоставляет возможности для торговли акциями на территории Великобритании. Традиционно существовал свободно работающий и неофициальный **внебиржевой (over-the-counter, OTS) рынок**, на котором сделки заключались по телефону лицензированными дилерами по ценным бумагам. Регулирование было минимальным, он не был частью ЛФБ, и он не нравился ЛФБ. С принятием Закона о финансовых услугах 1986 г. функционирование этого рынка было парализовано. Этот Закон очень затруднил жизнь маркетмейкерам, которые не были частью **признанной инвестиционной биржи (Recognized Investment Exchange, RIF)**, Лондонская фондовая биржа, разумеется, является RIF. Сегодня существует схема нерегулируемой торговли ценными бумагами за пределами ЛФБ, называемая **OFFEX**, обслуживающая сделки с бумагами небольших компаний, которые не зарегистрированы или не обращаются на ЛФБ, но которые могли бы ранее совершаться в соответствии с Правилом 4.2. «Индикативные цены» на акции этих компаний публикуются в *Financial Times*. OFFEX не является признанной инвестиционной биржей и даже с технической точки зрения не является биржей. Но она работает под эгидой компании — члена ЛФБ.

Кто владеет акциями и кто заключает сделки

Сегодня на фондовом рынке Великобритании доминируют **финансовые институты**. В 1950-х гг. частные инвесторы напрямую владели более чем 60% всех акций. К 1997 г. их активы составляли менее 17% общего объема рынка акций. Институты (в основном пенсионные фонды и страховые компании) в 1997 г. владели почти половиной рынка акций по сравнению с 30% в 1960-х гг. В последние годы иностранные инвесторы стали самой быстро растущей группой, владея в 1997 г. 24% общего объема рынка акций в Лондоне по сравнению всего с 7% в 1963 г. Данный процесс свидетельствует об интернационализации как собственности на ценные бумаги, так и торговли в целом.

Частные инвесторы в **объемах торговли** играют еще меньшую роль, чем в вопросах собственности. Хотя количество совершаемых ими сделок значительно, но обычно они невелики по объему и, по данным обзора рынка, в 1999 г. составили всего 7% от общей стоимости всех сделок. Поскольку их сделки невелики, частные лица в целом склонны платить средние **ставки комиссионных** в несколько раз больше, чем те, которые платят институты (в процентном выражении). Но хотя комиссионные ставки в процентном выражении по крупным инвестиционным сделкам гораздо ниже, фактические размеры комиссионных, получаемых организаторами торговли, могут оказаться значительно выше, и нетрудно увидеть, в чем больше заинтересован рынок. Крупные инвестиционные сделки не обязательно являются более дорогостоящими с точки зрения организации и проведения, чем небольшие сделки для частных клиентов, и, следовательно, могут быть чрезвычайно прибыльными.

Данные по **акционерной собственности** в Великобритании могут давать очень искаженную картину инвестиционной активности. Во многом благодаря приватизации и выходу на рынок бывших строительных обществ количество частных лиц, непосредственно владеющих акциями, выросло с 3 млн в 1980 г. до пикового значения 14 млн или около того в 1997 г. и с последующим небольшим снижением до уровня 12 млн человек в 1998 г. Но большинство этих акционеров владеют небольшим количеством акций одного или двух приватизированных предприятий или бывших строительных обществ, редко пользуются, если вообще пользуются, услугами фондового брокера и в основном не интересуются инвестиционной деятельностью. Организация **ProShare**, которая создана для пропаганды владения акциями, считает, что менее половины всех акционеров владеют акциями двух или более компаний. Количество активных

или заметных частных инвесторов, вероятно, исчисляется сотнями тысяч, а не миллионами.

Подробнее о торговых системах

Двадцать лет назад, когда частный инвестор — назовем его Джо Блогг — хотел купить 1000 акций компании ICI, он отдавал своему фондовому брокеру приказ. Сам брокер или кто-то из его сотрудников в торговом зале фондовой биржи прогуливался вокруг торговых ям, или питов, (*pitches*) (торговых постов) разных джобберов (*jobbers, marketmakers*), которые торговали акциями ICI, до тех пор, пока не находил того, кто предлагал самую хорошую цену. Он покупал 1000 акций ICI у джоббера, а бэк-офис его фирмы контролировал последующую бумажную работу, которая была необходима для перевода акций на имя Джо Блогга. Джобберы действовали как **принципалы**, покупающие и продающие акции за свой собственный счет, надеясь получить в процессе этого прибыль. Они могли заключать сделки только с брокерами или друг с другом, но не напрямую с публикой. С другой стороны, **брокер** действовал как агент и мог вести дела только с джоббером от имени своего клиента, но не напрямую с другим брокером. Его работа оплачивалась **комиссионными**, которые рассчитывались в процентах от стоимости сделки. Лондонская фондовая биржа установила **минимальные ставки комиссионного вознаграждения**, и они выплачивались по скользящей шкале. По небольшим сделкам проценты были выше, уменьшаясь в случае крупных инвестиционных сделок.

Эта система возможности выступать в **единственном качестве (single-capacity)** с двумя разными классами членов фондовой биржи — джобберов, действующих как принципалы, и брокеров только как агентов — заявляла о наличии у нее определенных достоинств. Конкуренция между различными джобберскими фирмами гарантировала, по крайней мере в теории, конкурентное ценообразование на акции. Присутствие джоббера как маркетмейкера помогало существованию **ликвидного** рынка: рынка, на котором сделки могли легко осуществляться без слишком сильного повышения или понижения цены. Поскольку джоббер в зависимости от условий действовал как продавец или как покупатель, Джо Блогг или его брокер не должны были ждать, пока Билл Смит внезапно захотел бы продать 1000 акций ICI, необходимые для того, чтобы сделка могла пройти. Джобберы продали бы акции Джо Блоггу и впоследствии купили бы это количество у Билла Смита, когда тот появился бы на рынке. Но эта система была также и дорогостоящей. Джоббер котировал две цены более высокую цену (**цена продавца, offered price**), по

которой он бы продал, и более низкую цену (**цена покупателя, bid price**), по которой он стал бы покупать. Разница между двумя этими ценами известна как **спрэд (spread)**, или **прибыль джоббера (turn)**. Прибавьте затраты на прибыль джоббера к относительно высоким комиссионным фондовому брокеру, и сделка с акциями будет не столь уж дешевой. В конце 1970-х гг. существовали признаки того, что некоторая часть инвестиционного бизнеса уходит на более ликвидную Нью-Йоркскую фондовую биржу, которая уже отменила фиксированные ставки комиссионных. Это окончательно помогло началу изменений в Лондоне.

Однако что касается частного инвестора, процесс торговли акциями — или та его часть, которую он может видеть, сегодня совершенно не изменился. Он все еще обращается к брокеру, чтобы купить или продать от своего имени, хотя это может быть и брокер, с которым он связывается через Интернет. Но за сценой произошли серьезные изменения. Это происходит следующим образом.

Реорганизация Big Bang

В первой половине 1980-х гг. английское правительство пригрозило Лондонской фондовой бирже официальными действиями, если она не отменит свои ограничения, особенно структуру фиксированного комиссионного вознаграждения. В конце концов биржа поддалась давлению и пошла на сделку. Она отменила свои фиксированные комиссионные в пользу **договорных комиссионных (negotiated commissions)**. Но в то же время брокеры, которые предвидели серьезное падение своих доходов, настояли на праве работать в качестве маркетмейкеров, чтобы попытаться отчасти компенсировать это снижение. Таким образом, система возможности работать в единственном качестве была сломана. Все члены фондовой биржи получили возможность выбирать роль маркетмейкеров с обязанностью поддерживать постоянный рынок — быть готовыми заключать сделки в любое время на протяжении времени торгов, по акциям, с которыми они получили право заключать сделки. И наоборот, они могли действовать как **брокеры-дилеры (brokers dealers)**, которые могут предлагать клиентам акции, которые они держат на своих счетах, при условии, что эти акции не могут быть куплены по более низкой цене у маркетмейкера, но при этом они не имеют никаких обязательств по поддержанию постоянного рынка. Оба вида участников также могли действовать на рынке как **брокеры-агенты (agency brokers)** (похожие на прежних фондовых брокеров), выполняющие приказы клиентов на покупку или продажу с помощью маркетмейкеров и получающие комиссионное

вознаграждение (хотя в теории договорные комиссионные) со сделки. Некоторые брокеры, особенно небольшие фирмы, решили посвятить себя исключительно этой агентской роли.

Вслед за этими изменениями было принято важное решение, разрешающее внешним фирмам наряду с членами биржи быть собственниками фондовой биржи. Партнеры большинства крупных джобберских и брокерских фирм были готовы с радостью продаться банкам и другим институтам, которые проложили дорогу к их дверям с помощью карманов, наполненных наличными, и многие из них ушли на пенсию счастливыми и богатыми. Со временем стало совершенно ясно, что большинство покупателей сильно переплатили за то, что они получили. Но присутствие новых владельцев с глубокими карманами, по меньшей мере, добавило рынку ликвидности, маркетмейкеры несли значительные расходы, чтобы поддерживать большие запасы акций на своих счетах.

Наиболее существенное из этих изменений в структуре биржи произошло 27 октября 1986 г. и известно под названием день **Большого удара (Big Bang)**, а новые игроки примерно на год оживили торговлю акциями до того момента, пока Немезида не нанесла удар в виде **краха фондового рынка** в октябре 1987 г. (см. главу 7). После этого объемы торговли сильно упали, и потребовались годы на их восстановление. Многие из новых владельцев фирм, работающих на фондовой бирже, были вынуждены сократить свои операции или вообще уйти с фондовой биржи.

Компьютерные системы

Сложившаяся после периода Большого удара торговая система опиралась на компьютеры, поскольку торговля лицом к лицу была отменена. В сердцевине новой структуры была компьютерная система под названием **SEAO (Stock Exchange Automated Quotation System)** (Электронная система информации о ценах на фондовой бирже). Маркетмейкеры вносили в нее цены, по которым они были готовы заключать сделки. Первоначально она планировалась как **система информации о ценах**, а не как **электронная система заключения сделок**. Дилер использовал экран SEAO, чтобы посмотреть, кто предлагает наилучшую цену по бумаге, которая его интересует. Затем он звонил выбранному маркетмейкеру и предлагал заключить сделку. Правило состоит в том, что маркетмейкер должен быть готов заключить сделку с заявленным количеством акций по той цене, которую он указал в котировке, хотя он мог, разумеется, скорректировать свои цены после того, как за-

ключил сделку. При большом количестве претендентов на заявленный объем акций сделка становилась предметом переговоров. В 1989 г. была введена полностью автоматизированная система исполнения небольших сделок под названием **SAEF (SEAO Automatic Execution Facility)**.

Хотя принципом Лондонской системы маркетмейкеров была конкуренция между маркетмейкерами по всем акциям, в случае с очень небольшими и редко появляющимися в продаже компаниями она показала свою несостоятельность. Для них мог существовать только один маркетмейкер или могло вообще не быть ни одного маркетмейкера, котирующего эти акции на постоянной основе. В этом случае система под названием **SEATS (Stock Exchange Alternative Tracking Service)** (Альтернативная система отслеживания котировок) показывала котировку маркетмейкера (если такой есть) и заказы на акции фирмы от членов биржи.

Маркетмейкеры, брокеры и некоторые крупные институциональные инвесторы имеют в своих офисах экраны системы SEAO. Экран показывает им маркетмейкеров, которые предлагают наиболее выгодные цены по тем акциям, в которых они заинтересованы в настоящий момент. Крупные институциональные инвесторы, имеющие экраны этой системы в своих офисах, имеют возможность напрямую заключать сделки с маркетмейкерами по чистым ценам (*net prices*), тем самым избавляясь от брокера-агента и экономя на его комиссионных. Мелкие частные инвесторы, разумеется, вынуждены действовать через брокера.

Представление торговли по книге заказов

Таким образом, после Большого удара Лондонская фондовая биржа все еще имела систему торговли на основе котировок (маркетмейкеры котировали цены, с помощью которых инвесторы могли бы решить, покупать/продавать им свои бумаги или нет). Но рыночные игроки — или многие из них — изменились, и компьютеры заменили торговлю лицом к лицу. Следующее важное изменение произошло в 1997 г. и повлекло за собой введение совершенно другой системы торговли на основе **приказов (order-driven)** (называемой **Order Book Trading**), первоначально применяемой для 100 наиболее активно торгуемых акций, которые образовывали индекс **FTSE 100 (Footsie)** плюс некоторые другие. Количество акций, охватываемых системой, последовательно расширялось и, вероятно, будет расти и дальше. Но в настоящее время данная система работает параллельно с системой, основанной на маркетмейкерах, для этих активно

обращающихся акций, в то время как менее активно торгуемые акции имеют дело только с системой маркетмейкеров. Новая система называется **Электронная система биржевых торгов (Stock Exchange Electronic Trading Service, SETS)**. Наиболее существенная разница между SETS и системой маркетмейкеров состоит в том, что покупатели и продавцы сводятся напрямую без необходимости торговать через посредников. Они также подбираются компьютером, который может осуществлять сделки, вместо того чтобы действовать просто как система типа SEAQ, предоставляющая информацию о ценах.

SETS работает следующим образом. Инвестор хочет продать, скажем, 100 000 акций компании *Payola Properties* по цене 200 пенсов за акцию или выше. Его брокер заводит приказ на продажу в компьютер SETS. Если получается так, что в компьютере уже находится приказ от инвестора, который хочет купить 100 000 акций *Payola* по цене 200 пенсов или ниже, тогда компьютер может немедленно совместить эти две противоположные сделки. Эти 100 000 акций продаются одним инвестором и покупаются другим, и, поскольку они остаются полностью удовлетворенными, оба приказа после этого могут быть убраны из системы.

В реальной жизни подобное происходит нечасто. Более вероятно, что один инвестор хочет продать свои 100 000 акций по цене 200 пенсов или выше, а другой инвестор хочет купить 60 000 акций *Payola* по цене не выше 196 пенсов. Компьютер не может согласовать эти приказы, и сделка не состоится, пока продавец не решит снизить запрашиваемую цену или покупатель не поднимет цену, которую он готов заплатить (или другие приказы на покупку или продажу по отличающимся ценам не введены в систему). Предполагая, что продавец и покупатель (или оба) корректируют свои цены, чтобы добраться до одинаковой цифры, компьютер может провести сделку, но не в полном объеме. Продавец хочет реализовать 100 000 акций, покупателю требуется только 60 000 акций, поэтому приказ покупателя может быть выполнен полностью и будет выведен из системы. Приказ продавца будет оставаться в компьютере, но его размер снизится со 100 000 до 40 000 акций.

Мы использовали пример с одним покупателем и одним продавцом, но на практике в течение дня в систему SETS могут вводиться многочисленные приказы на покупку и продажу по каждой из находящихся в обращении акций. У инвестора, который пользуется системой (через своего брокера), есть несколько возможностей. Он может:

- попросить своего брокера выполнить свой приказ по **наилучшей текущей цене (at best)**. Это означает, что приказ

должен быть выполнен немедленно по самой лучшей цене, существующей на настоящий момент в книге приказов компьютера;

- отдать своему брокеру приказ **«выполнить и исключить» (execute & eliminate)**. Он работает подобно приказу «по наилучшей цене» с тем отличием, что инвестор устанавливает ценовой лимит. Приказ будет выполнен полностью или частично, только если это возможно по определенной или более выгодной цене;
- отдать своему брокеру **ограниченный (лимитированный) приказ (limit order)**. Он означает, что покупатель или продавец указывает цену, по которой он согласен заключить сделку, количество акций и время и/или дату, когда приказ прекращает действовать. Заказ вносится в компьютер и выполняется немедленно полностью или частично, если это возможно при данной цене. Если нет, приказ остается в книге приказов до тех пор, пока он не сможет быть выполнен или пока не закончится срок его действия, после чего он изымается;
- отдать приказ **«выполнить немедленно или аннулировать» (fill-or-kill order)**. В этом случае приказ должен быть выполнен, если это возможно, немедленно и полностью. В противном случае приказ убирается из книги приказов.

Система SETS в начале своего существования не была полностью свободной от проблем. В частности, покупатели и продавцы могли вводить нереальные цены, особенно в начале торгового дня, когда объем был еще небольшим. Это могло создавать обманчивое впечатление об истинном уровне цен и убеждать некоторых инвесторов заключать сделки по нерепрезентативным ценам. Были предприняты шаги, чтобы справиться с этой проблемой, и вскоре практически половина стоимости сделок с акциями, включенными в SETS, выполнялась через эту систему, а остаток проходил через старую систему маркетмейкеров. Акции компаний, не продававшихся в SETS, проходили, как и прежде, через систему маркетмейкеров. Маркетмейкеры могли, конечно, сами включаться в покупку или продажу акций через SETS, когда они видели возможность получения прибыли.

Изменения в процедуре расчетов

Частные инвесторы, которые всегда должны были размещать свои приказы через брокеров, оказались отчасти изолированными от системы заключения сделок и не всегда были осведомлены о существовании системы SETS. Для них двумя самыми

примечательными изменениями последних лет являются отмена старой системы **операционных периодов** на фондовой бирже (*stock exchange account*) и введение новой системы **расчетов** (*settlement*).

В прошлом год работы фондовой биржи обычно делился на двухнедельные **операционные периоды** (*accounts*) (с учетом трехнедельных банковских каникул). Операционный период (или цикл) продолжался с понедельника одной недели до пятницы следующей недели. Любой, кто покупал или продавал акции на протяжении этого срока, не должен был платить за акции или передавать акции, которые он продал, до **расчетного дня** (*settlement day, account day*), который наступал десять дней спустя после окончания соответствующего операционного периода. Таким образом, спекулянт мог заключать сделки **на срок** (*deal for the account*). Если он покупал бумаги в начале операционного периода и продавал их до его окончания, то он не должен был платить за эти бумаги. Он просто получал или оплачивал чек на сумму своих прибылей и убытков. Однако торговля государственными бумагами была и остается торговлей за **наличный расчет** (*cash settlements*) (на практике это означает оплату на следующий день после того, как вы купили эти бумаги). Старая система операционных периодов в торговле акциями сейчас исчезла и была заменена системой **последовательных (плавающих) расчетов** (*rolling settlement*). В 1999 г. расчетный период был сокращен до пяти дней, которые означали, что покупатель должен был заплатить за акции, а продавец должен был передать акции в течение пяти дней после заключения сделки. Позднее появились планы сократить этот период еще больше — до трех дней.

Приход системы CREST

После продажи или покупки акций должен быть произведен **расчет**, который включает в себя процесс подтверждения сделки, получения наличных от покупателя, регистрацию изменения собственника и т. д. Это часть **работы бэк-офиса** в брокерской фирме. Большие перемены в данной сфере связаны с введением электронной расчетной системы под названием CREST. Чтобы оценить последствия этого события, необходимо сначала посмотреть на работу старой системы.

Когда инвестор покупал или продавал акцию, ему посылались **контрактное уведомление** (*contract note*), которое содержало детали сделки и платежа, подлежащего выплате в расчетный день. Когда контрактное уведомление послано, брокер занимается последующей бумажной работой (система во многом основана на бумажных документах, даже если для создания этих бу-

маг и применялись компьютеры). Покупки и продажи должны были регистрироваться в компании, чьи акции участвовали в сделке, и компания в конечном итоге выдавала **сертификат акций** для нового владельца, так как акции английских компаний являются **именными (зарегистрированными) ценными бумагами (registered)** (хотя личность реального собственника иногда скрывается под именем **номинального владельца (nominee name)**). Закон о компаниях требует, чтобы компания имела реестр акционеров, и публика имеет право, заплатив небольшие деньги, просмотреть этот реестр. В некоторых странах более привычной формой являются акции на **предъявителя (bearer)**. Только сертификат является доказательством права собственности, которое не должно регистрироваться в самой компании.

Эта система передачи акций, скоординированная через компьютерную систему фондовой биржи под названием **Talisman**, была слишком длинной и отнимала много времени. Сегодня «Талисман» для большинства акций заменен более эффективной электронной системой **CREST**. Акции в этой системе хранятся в электронном виде, и право собственности может передаваться от продавца к покупателю при помощи нескольких нажатий на клавиатуре компьютера. Длительный процесс, основанный на бумажных носителях, больше не существует.

Понятие электронной регистрации акций трудно уловить с первого взгляда, так что давайте начнем с объяснения принципов. Как отмечалось ранее, акции могут быть записаны на имя номинальной компании — компании, специально созданной с целью управления бумагами для настоящих владельцев (**nominee company**), а не на имя подлинного владельца. Подобного рода схема часто используется инвестиционными менеджерами, которые управляют акциями ряда разных инвесторов. Акции, которые принадлежат этим инвесторам, официально принадлежат номинальной компании, которой руководит инвестиционный менеджер: назовем ее *Woopee Nominees Ltd*. Могло бы быть, скажем, 100 разных инвесторов, чьи акции находятся у *Woopee Nominees*. В регистрах компаний, чьи акции находятся у номинальной компании, *Woopee Nominees* будет появляться в качестве зарегистрированного собственника. Однако люди, которым на самом деле принадлежат данные акции, — это инвесторы, от имени которых компания владеет этими бумагами. Они являются **подлинными владельцами (beneficiary owners)**, хотя и незарегистрированными собственниками, и имеют право на получение дивидендов и выручки от продажи акций. Преимущество подобной системы для инвестиционного менеджера заключается в том, что акции могут переходить из рук в руки между инвесторами в рамках номинального держателя без необходимо-

сти каждый раз регистрировать смену собственника в списке акционеров соответствующей компании. Если мистер Смит и мистер Джонс оба являются клиентами *Woorree Nominees* и Смит продает 1000 акций *Payola Properties* Джонсу, *Woorree Nominees* остается владельцем этих акций с точки зрения самой *Payola*. Изменились только подлинные владельцы.

Именно этот принцип стоит за системой CREST. Большое количество финансовых институтов и брокерских фирм ведут **номинальные счета (nominee accounts)** в системе CREST, на которых хранятся те акции, которые на самом деле принадлежат их клиентам. Таким образом, номинальная компания является официальным собственником. Акции хранятся в виде электронных записей, а не в виде листочков бумаги. Если один инвестор продает акцию, а другой ее покупает, нужно провести изменения только в электронных записях. Это напоминает электронное сообщение, которое было бы послано, если вы и я пользуемся одним и тем же банком и я перевел деньги со своего банковского счета на ваш. Конечно, как и в банковской системе, необходима клиринговая система (система взаимных расчетов), когда акции передаются с номинального счета одного института на счет в другом институте, и CREST обеспечивает такую возможность; система гарантирует, что продавец или покупатель никогда не останутся без акций или денег в течение процедуры расчета.

В действительности эта система более сложная, чем то, что мы описали, и инвесторы обладают правом выбора. Акции, которыми они владеют, могут храниться на номинальном счете, которым управляет, скажем, их фондовый брокер. Преимущество здесь заключается в том, что им не требуется волноваться о сертификатах акций, и когда они покупают или продают акции, передача может регистрироваться электронным образом, что снижает издержки на проведение сделки. Недостаток состоит в том, что они не будут автоматически получать годовые отчеты и другие сообщения от компаний, в которых они инвестировали свои деньги. Эти документы будут приходить на имя номинальной компании как официального владельца акций. И голосования по делам компании будут осуществляться номинальной компанией, а не отдельным инвестором. Однако организация **ProShare**, созданная для развития акционерной собственности, пропагандирует систему, при которой инвесторы могут получать годовые отчеты, даже если их акции находятся на номинальном счете в системе CREST. Многие фондовые брокеры передают доходы и право голоса настоящим владельцам акций — вам следует поговорить с вашим фондовым брокером о тех услугах, которые он предлагает.

Вторая возможность для инвестора — это стать **индивидуальным** (раньше это называлось **спонсорским**) членом CREST от

своего собственного имени. В этом случае инвестор остается как официальным, так и подлинным собственником своих акций, одновременно получая выгоды от электронных расчетов в системе CREST. И за ним остается право получать информацию о компании и голосовать по вопросам, связанным с ее деятельностью. Брокер клиента следит за выполнением соглашений о расчетах и трансфертах. Такие услуги для инвестора являются платными, и цена, которую надо заплатить, может отпугнуть многих частных инвесторов от такой услуги. Тем не менее в конце января 2000 г. свыше 10 000 держателей акций пользовались такой возможностью.

Наконец, инвестор может решить вообще остаться вне системы CREST, хранить свои сертификаты акций и каждый раз регистрировать свои покупки и продажи в соответствующей компании, как и раньше. Сделки станут более дорогостоящими и отнимать больше времени, чем те, которые осуществляются через систему CREST, но это может оказаться не очень большой проблемой для индивидуальных держателей акций, которые редко заключают сделки.

Конфликт интересов

Появление крупных фирм, работающих с ценными бумагами и предоставляющих полный спектр финансовых, фондовых операций, дает им определенные преимущества, которые связаны и с тем, что большинство видов финансового обслуживания может быть предоставлено одной организацией. Но не обходится и без проблем. Парадоксально, но некоторые из этих услуг необходимо отделять друг от друга. Например, отдел инвестиционного менеджмента не должен знать, что подразделение, занимающееся корпоративными финансами, консультирует компанию *ABC Industries* по вопросам запланированного поглощения компании *XYZ Holdings*. Если он знает об этом, то мог бы получить крупные прибыли от покупки акций компании *XYZ* до того, как это предложение станет известно на рынке. Подразделение, занятое маркетмейкерской деятельностью, не должно знать, что *Myopic Mutual Assurance* попросило подразделение брокеров-агентов приобрести акций *ABC* на сумму в пару миллионов фунтов стерлингов, хотя эта информация помогла бы маркетмейкеру значительно скорректировать его котировки этих акций. Подразделение, занятое маркетмейкингом, не должно узнать ни о намерениях подразделения, занятого управлением инвестиционными фондами, ни о плане *ABC* приобрести *XYZ*. И так далее.

Чтобы справиться с возможным конфликтом интересов и убедить внешний мир, что нет никакого ненадлежащего использования информации, которую можно получить в разных частях организации, требуются соответствующие меры безопасности. Фирмы, занятые в торговле ценными бумагами, имеют **отделы надзора** или **специальных сотрудников по надзору**, которые следят за соблюдением правил конфиденциального доступа к информации. Внутри организации строятся «китайские стены»: барьеры, которые, как предполагается, существуют между различными подразделениями инвестиционных фирм, должны предотвратить циркуляцию информации между ними. Иногда они принимают форму невидимых стен. Иногда различные подразделения разделяются физически. Циники утверждают, что они никогда не встречали «китайской стены», которая бы не заросла виноградной лозой. Или, короче, но менее политически корректно, что нет ни одной «китайской стены» без лазейки.

«Бычьи» и «медвежьи» настроения

Большинство старой биржевой терминологии выжило после структурных изменений на лондонском фондовом рынке. Тот, кто продает акции, которых у него нет, в надежде, что цена будет падать и он сможет купить их по более низкой цене до того, как он должен их поставить, проделал **медвежью**, или **короткую продажу** (*bear sale, short sale*). Инвестор занимает **короткую позицию** по акциям — их нет у него на руках — в тот момент, когда их продает. Короткая продажа может оказаться опасной игрой. Если цена растет вместо того, чтобы падать, теоретически нет никакого предела для цены, которая могла бы быть заплачена за акции, которые требуется поставить. Маркетмейкеры вынуждены продавать акции, которых у них нет, в процессе своей повседневной торговли. Исчезновение системы операционных периодов делает такую операцию более трудной для частных лиц, хотя теперь существуют возможности для того, чтобы справиться с падением цены с помощью свободно обращающихся опционов или даже через системы ставок на фондовые индексы, предлагаемую традиционными букмекерами.

Термин «медведь» (*bear*) (см. главу 7) охватывает не только тех, кто осуществляет короткие продажи, но и любого, кто ожидает, что рынок пойдет вниз. В широком смысле **медвежий рынок** (*bear market*) — это падающий рынок, а **медвежьи новости** — это такие новости, которые, как ожидается, могли бы заставить рынок или отдельную акцию упасть в цене.

Противоположностью медведю служит **бык** (*bull*), который ожидает роста цен. **Бычий рынок** (*bull market*) — это рынок с дол-

госрочным растущим трендом, а **бычьи новости** — это новости, которые, вероятно, подтолкнут цены вверх. **Длинная позиция** (*long*) (очевидно) — это противоположность короткой позиции. Тот, кто занимает длинную позицию по конкретной акции, владеет данной акцией — возможно, большим количеством бумаг, которые он намеревается продать вместо того, чтобы держать их в течение длительного срока. **Биржевой спекулянт, играющий на повышение, который не может избавиться от своего портфеля** (*stale bull*), — это тот, кто купил акции в надежде на рост цены, не увидел роста и устал от владения ими.

Цены покупателя и цены продавца

Хотя газеты обычно котируют только **среднюю цену** за акцию (*middle price*), мы видели, что маркетмейкер котирует цену, по которой он будет продавать, и цену, по которой он будет покупать. Цена продажи маркетмейкера — это **цена продавца** (*offered price*) (более высокая из двух, и это та цена, по которой инвестор будет покупать). Цена покупки маркетмейкера — это **цена покупателя** (*bid price*) (цена, по которой инвестор будет продавать ему бумаги). Разница между двумя ценами образует **спрэд**, или **прибыль** маркетмейкера (*spread, turn*). Разные маркетмейкеры могут давать котировки разных диапазонов, в зависимости от состояния их портфелей и от того, хотят ли они подтолкнуть инвесторов покупать или продавать. Так, вы могли бы увидеть следующую ситуацию:

| | Маркетмейкер А | Маркетмейкер В |
|---------|----------------|----------------|
| Продажа | 102 пенса | 103 пенса |
| Покупка | 100 пенсов | 101 пенс |

Спрэд в обоих случаях один и тот же (хотя это и не обязательно). Вероятно, что маркетмейкер А занимает длинную позицию по конкретной акции. Он хочет поощрять инвесторов, покупая у него, так чтобы он мог сбалансировать свой портфель, поэтому он согласен продавать их инвесторам по 102 пенса. Маркетмейкер В, возможно, имеет короткую позицию по этой акции, так что он будет только продавать по более высокой цене в 103 пенса, чтобы отбить охоту у еще большего количества инвесторов покупать у него акции, которых у него нет. Но он согласен предложить инвесторам 101 пенс, если они будут продавать их ему, таким образом, надеясь, что он может набрать необходимое количество акций, чтобы сбалансировать свой заказ. Инвестор, который хотел бы купить, естественно, выби-

рает наилучшую цену у маркетмейкера А, а тот, кто хотел бы продать, — у маркетмейкера В. Разница между самой низкой ценой продавца и самой высокой ценой покупателя (в нашем случае это 1 пенс) известна как **прикосновение (touch)**.

Биржа публикует **ежедневный официальный список (Daily Official Lists)** с ценами всех акций, которые продаются на фондовой бирже или на рынке некотируемых ценных бумаг. Но поскольку он дает самую высокую и самую низкую цену, по которой в течение дня заключались сделки, спред получается неправдоподобно широким. Однако в своем скорректированном виде эти официальные цены подходят для некоторых налоговых целей, прежде всего налоговых льгот, в частности в случае официального утверждения завещания. В официальном списке более важной является информация о тех ценах, по которым реально заключались сделки. Подробности о ценах, объемах и времени заключения сделок позволяют отследить торговую активность в течение дня.

Брокерские операции для частных инвесторов

В прошлом многие мелкие инвесторы удерживались от прямой покупки и продажи ценных бумаг, учитывая «клубный» характер фондовой биржи и испытывая ощущение того, что их заявки не встретят радушного приема. Возможно, они и были правы в своих предположениях, хотя ЛФБ долгое время была готова предоставлять список тех брокеров, которые соглашались вести дела **частных клиентов**. Сегодня ситуация существенно изменилась. Теперь имеется большое число брокеров, включая дочерние предприятия ведущих коммерческих банков, согласных предложить безо всяких «ужимок» услуги по продаже и покупке ценных бумаг с относительно низкими издержками. Обычно это услуги из категории «**только выполнение**» (*execution only*), и они не включают в себя традиционные инвестиционные консультации, а также услуги по номинальному владению акциями. Некоторые из этих брокеров используют Интернет как канал для заказов, хотя необходимо проводить различие между теми, кто просто получает инструкции, скажем, по электронной почте, и теми, кто позволяет инвесторам в режиме реального времени размещать приказы на покупку или продажу: это настоящие **интернет-брокеры**. Нет нужды говорить, что любой брокер потребует от своего потенциального клиента определенный объем информации, чтобы дать ему возможность доказать свою добропорядочность и платежеспособность. В свою очередь клиент заранее должен удовлетворить свое любопытство в отношении того, какие именно услуги он получает, и тех комиссион-

ных, которые он будет платить. Хотя комиссионные обычно выражаются в процентах от объема сделок, тем не менее существуют минимальные комиссионные за сделку, которые могут сделать очень маленькие сделки относительно дорогими. Однако у большинства брокеров уровни этих минимальных комиссионных существенно ниже, чем в прошлом.

Интернет-ссылки

Понятно, что ведущие мировые фондовые биржи имеют свои собственные веб-сайты в Интернете и в целом предоставляют полезную базовую информацию и новости о ежеминутных изменениях в структуре рынка. Сайт Лондонской фондовой биржи находится по адресу www.londonstockexchange.com. В дополнение к традиционным сведениям этот сайт теперь предлагает раздел о новом рынке акций технологических компаний tech-MARK. Нью-йоркская фондовая биржа, как это ни удивительно, находится по адресу www.nyse.com/, а американский рынок НАСДАК имеет сайт www.nasdaq.com/. Связи с сайтами этих и других мировых фондовых рынков можно найти на сайте *Peter Temple Associates Linksite* по адресу www.cix.co.uk/~ptemple/. *ProShare*, организация, пропагандирующая акционерную собственность в Великобритании, предлагает вполне достаточный базовый путеводитель по инвестициям на сайте www.proshare.org.uk/. Квазирынок Ofex имеет свой сайт www.ofex.co.uk/. Больше информации об английской системе электронных расчетов CREST можно найти на сайте www.crestco.co.uk/, а информация о мерах безопасности для инвесторов на фондовом рынке находится на сайте www.sfa.org.uk/ Управления по ценным бумагам и фьючерсам. Для результатов ежегодного обзора рейтингов английских инвестиционных аналитиков зайдите на сайт www.primarkextelsurvey.com/results/.

Цены акций английских и зарубежных компаний доступны на большом количестве сайтов. Обычной является ситуация, когда вы должны заплатить за «живые» цены, но сведения о ценах с задержкой в 15 или 20 минут предоставляются бесплатно (этого вполне достаточно для большинства частных инвесторов). *Peter Temple Linksite* содержит ссылки на целый ряд источников. Он также предлагает полезный список английских и американских веб-сайтов с указанием характера услуг интернет-диллинга. Для подробных сведений об английских фондовых брокерах и информации об их услугах, а также комиссионных загляните на сайт *Investment Chronicle* по адресу www.investor-chronicle.co.uk/ (не перепутайте этот сайт с американским сайтом новостей с похожим названием!).

Глава 7. Почему изменяются рыночные цены

В «обычное» время

«Обозреватели объясняют унылое настроение отсутствием каких-либо влияющих на рынок новостей».

Цены менялись незначительно, активность была очень низкой, и причина этого, говорят нам, состояла в том, что нет никаких оснований для того, чтобы в этот день дела шли по-другому.

Эта цитата взята из отчета о состоянии французского фондового рынка, но могла бы точно так же быть написана и в отношении других рынков. Новости — хорошие или плохие — это то, что поставляют продавцы и покупатели. Без покупателей и продавцов нет никакой деятельности. В процессе работы рынки процветают, и для профессионалов, брокеров и маркет-мейкеров, которые существуют за счет работы на рынке, отсутствие новостей — это определенно очень плохие новости.

Но в Лондоне, где на рынке обращаются акции свыше 2000 английских и зарубежных компаний, не бывает такой ситуации, как день без новостей. И даже если в самом Лондоне мало что происходит, многое происходит на других рынках, которые затрагивают Лондон. Ежедневные отчеты о состоянии фондового рынка (*stockmarket reports*), которые печатаются на финансовых страницах газет и в Интернете, фиксируют взлеты и падения рынка, изменения цен отдельных акций. В своих лучших образцах они заслуживают внимательного чтения, когда предлагают основную информацию о причинах изменения цен. В самых высокопарных фразах они дают перечень изменений цен в повествовательной форме, подчеркивающей воображение автора в поисках синонимов для слов «выросла» и «упала». Большинство из того, что они содержат, само по себе очевидно, но иногда всплывают и технические термины. В более серьезных случаях может оказаться сложным уловить общий смысл без некоторого представления о тех причинах, благодаря которым изменяются цены на акции.

Оглядываясь на фондовый рынок на рубеже тысячелетия, следует отметить, что за всю историю не было такого изменения цен, которое было бы сравнимо с драматическими событиями 19 и 20 октября 1987 г. Последующий кризис 1997 г. на дальневосточных рынках оказался не в состоянии разжечь сравнимую панику на Западе, а проблемы России в 1998 г. вместе с почти что крахом крупного американского хеджевого фонда вызвали только временные затруднения. Те же два дня в 1987 г. уронили рынок акций в Лондоне на 20%. Поскольку фондовые кризисы содержат в себе полезные уроки для будущего, мы посвятим вторую часть этой главы тем фактам, которые стоят за самым быстрым из когда-либо происходивших падений. События осени 1987 г. будет легче понять, если мы сначала разберемся с теми причинами, которые влияют на цены акций в обычное время.

Рынки быков и медведей

На восходе нового тысячелетия инвесторы в Великобритании, оглядываясь назад, видят, что на протяжении многих лет цены на акции устойчиво росли. Это очень отличается от значительной части послевоенного периода, когда цены акций следовали регулярной циклической схеме, в которой за рынками быков (*bull markets*) (когда цены демонстрировали тенденцию к росту на протяжении года или около того) следовали рынки медведей (*bear markets*) (когда цены падали). Высшие и низшие точки каждого цикла в целом отражали модель «стоп-вперед» (*stop-go*) самой английской экономики. Пики и провалы фондового рынка обычно предшествовали аналогичным явлениям в реальной экономической деятельности, поскольку фондовый рынок всегда смотрит на один ход вперед. На дне спада цены акций начинают расти, чтобы отражать наступающий подъем. В разгар бума они проявляли тенденцию к ослаблению в ожидании следующего падения. В целом на протяжении послевоенного периода изменение цен носило восходящий характер вплоть до финансового кризиса 1973–1975 гг., принесшего ужасный коллапс фондового рынка, когда цены падали едва ли не до четверти значения своего предыдущего пика.

Потребовалось некоторое время, чтобы полностью оправиться от событий 1973–1975 гг. 1980-е гг., когда к власти пришло правительство Тэтчер, продемонстрировали устойчивый подъем в ценах на акции, который был нарушен только крахом 1987 г. Но даже это событие, при всей своей драматичности, в действительности всего менее чем на год прервало рост цен на акции. Оно было примечательно больше благодаря той ско-

рости, с которой произошло, чем величине падения рынка. Рецессия начала 90-х гг. была той реальной ценой, которую пришлось заплатить за излишества 80-х, и ее последствия гораздо шире ощущались во всей экономике. Но фондовый рынок пострадал заметно слабее, чем другие сферы, такие как рынки жилой и коммерческой недвижимости. Хотя цены на акции пережили пару сильных падений и несколько менее слабых, в целом они проходили на восходящем тренде, который существовал в период между 1988 и 1993 гг., поскольку фондовый рынок предвидел экономическое восстановление задолго до того, как он стал заметным для обычного человека с улицы. А в 1995 г. для акций начался период небывалого бычьего рынка, который, за исключением лишь одного серьезного провала в 1998 г., продолжался до конца тысячелетия. Если сделать поправку на инфляцию, то к концу 1999 г. акции находились на восходящем тренде с 1982 г., а если взять некорректированные цены, то они росли с 1975 г. Появились надежды на то, что в 90-х гг. деловые циклы ушли в прошлое. Но не все в это верили.

Каких бы взглядов вы ни придерживались до этого момента, даже из этого короткого рассказа ясно, что движение фондового рынка должно рассматриваться по крайней мере на трех уровнях. Во-первых, существует долгосрочный тренд на рынках акций, во-вторых, краткосрочные колебания вверх-вниз вокруг этого тренда и, в-третьих, колебания отдельных акций внутри изменения рынка в целом.

Цены акций отражают рост доходов

Инвесторы покупают **обыкновенные акции** главным образом потому, что они рассчитывают на рост их стоимости. В долгосрочном периоде рост цен на акции вызывается растущей **способностью компаний приносить прибыль** и их способностью выплачивать более высокие **дивиденды** из этих растущих доходов. Но в краткосрочном периоде множество других факторов может исказить такую картину.

Как всегда, нам поможет пример. Предположим, что компании в среднем выплачивают половину своих доходов в качестве дивидендов и средняя **доходность** по обыкновенным акциям составляет 3%, а среднее значение коэффициента PE находится около 17 (на практике коэффициент PE на рубеже тысячелетия был значительно выше — эта цифра только для примера). Также допустим, что в среднем компании увеличивают свои доходы и дивиденды на 7% в год. В этом случае можно ожидать, что цены акций за год вырастут на 7%, чтобы отразить лежащий в их основе рост дивидендов и прибылей.

Как переоцениваются акции

В долгосрочном периоде это вполне может произойти. Но наш пример предполагает, что инвесторы всегда ожидают — снова в среднем, что обыкновенные акции будут иметь доходность 3% и что инвесторы будут согласны купить эти акции по цене, равной текущему доходу, умноженному на 17. На практике иногда будут периоды, когда инвесторы рассчитывают на более высокую доходность, и другие периоды, когда они соглашаются на более низкую доходность, — времена, когда коэффициент PE, равный 17, выглядит слишком высоким, либо когда он может показаться низким.

В чем тут дело? Будет легче, если мы теперь спустимся до уровня отдельной компании. Назовем ее *ABC Holdings* и предположим, что она обладает типичными для рынка средними показателями: акции ABC в 100 пенсов обеспечиваются доходами 6 пенсов на акцию, предлагают доходность в 3% в сумме 3 пенса и обладают коэффициентом PE 16,7. Если доходы и дивиденды ABC растут с темпом 7% в год, покупатель акций может рассчитывать на общий годовой доход в 10%: 3% дохода плюс 7% прироста капитала от роста цены акции. Но предположим, что произошло нечто такое, что изменило перспективы будущих прибылей ABC, например, она выходит на рынок с новым продуктом, который должен помочь поднять будущий темп роста с 7 до 9%. Теперь прибыли в будущем будут расти быстрее, чем ожидалось. И при прочих равных условиях инвесторы согласятся заплатить за акции более высокую цену сегодня, потому что они покупают право на долю в более быстро растущем потоке будущих прибылей. Цена акции может вырасти со 100 пенсов до 120, при этом доход падает до 2,5%, а коэффициент PE поднимается до 20,8. Это означает, что акция была **переоценена (re-rated)**.

Однако помните, что цена акции может быть **переоценена как в сторону снижения**, так и в сторону повышения. Один из самых быстрых способов для инвесторов потерять свои деньги — это купить дорогую акцию роста, которая неожиданно становится акцией «экс-роста». Конец 1990-х гг. подарил несколько примеров подобного феномена, когда однажды получившие высокую оценку известные в каждом доме компании, такие как *Sainsbury* и *Marks & Spencer*, казалось, потеряли формулу своего роста. Но легче продемонстрировать этот процесс на примере нашей компании *ABC Holdings*. Предположим, что ее прибыли серьезно упали и ее доход на акцию упал с 6 до 3 пенсов. В то же самое время инвесторы видят, что быстрое восстановление роста прибыли маловероятно и перспективы будущего роста гораздо хуже, чем считалось раньше. Теперь они решают, что акция не заслуживает показателя PE в 16,7, а скорее может рассчитывать на PE

в районе 10. Чтобы обеспечить коэффициент PE на уровне 10 при доходе на акцию только 3 пенса, цена акции должна установиться где-то на уровне 30 пенсов. Любой, кто купил бы акцию за 100 пенсов, потерял бы более двух третей своих денег, когда акции были переоценены в сторону снижения.

В поисках стоимости

Зачастую цель инвестиционных аналитиков и менеджеров, а также комментаторов из финансовой прессы состоит в том, чтобы найти компании, которые являются **недооцененными (undervalued)** по сравнению с перспективами их роста. Автор, который раньше обнаруживает, что компания подлежит **переоценке в сторону повышения**, чем другие люди осознают перспективы роста ее доходов (если он прав), предлагает своим читателям шанс получить прибыль в результате прироста капитала. Как мы видели, это одинаково важно и в выявлении компаний, чьи перспективы роста уменьшаются и чьи акции, возможно, будут **переоценены в сторону снижения**. Проницательные инвесторы захотят продать акции до того, как их цена будет скорректирована в сторону уменьшения. Но предупреждения такого рода встречаются значительно реже, чем рекомендации о покупке. Представители прессы вместе с большинством других инвестиционных консультантов гораздо менее искусны в предсказании основных поворотных моментов на рынке в целом, чем в предсказании ценовых изменений в случае отдельных акций. Поэтому не нужно ждать предупреждений прессы о крупном падении на фондовом рынке.

Когда изменяются процентные ставки

Теперь возьмем совершенно другой аспект, которого мы касались в главе 1. *ABC Holdings* при цене акции 100 пенсов (мы будем предполагать, что она не потеряла темпов своего роста!) имеет доходность 3% и держит коэффициент PE 16,7. При ожиданиях роста дохода на 7% в год общий доход составляет 10%, если цена акции растет соответственно. Ожидаемый доход в 10% мог бы выглядеть правильным, если в это время инвесторы могли бы получить доходность к погашению в 6,5% по долгосрочным государственным ценным бумагам. Ситуация будет выглядеть не так хорошо, если вырастут процентные ставки, в результате чего цены государственных бумаг будут падать до тех пор, пока они не предложат безопасный доход в 10%. Инвесторы захотят более высокого дохода по обыкновенным акциям, поэтому их цена должна была бы упасть. Таким образом, необязательно, чтобы случилось что-то такое, что изменяет перспективы прибыли

ABC. Цена акции может упасть, потому что доходы, доступные от других видов инвестиций, могут увеличиться. Поэтому цена акции любой отдельной компании — относительно других — будет отражать перспективы роста этой компании и соответственно **общий доход (overall return)**, на который могут рассчитывать инвесторы. А цены обыкновенных акций в целом будут подвергаться влиянию со стороны доходов, получаемых от альтернативных видов инвестиций.

Хотя эти силы действуют постоянно, их не всегда так легко распознать в сообщениях о краткосрочных изменениях цен. Инвесторы не обязательно сидят и рассчитывают относительные темпы роста или доходы, причитающиеся где-либо еще, перед тем как совершить покупку. Цены на фондовом рынке отражают баланс (часто инстинктивный) мнений многих тысяч инвесторов. Известно, что рейтинги отдельных компаний действительно отражают ощущаемые перспективы их роста, и в долгосрочном периоде существует заметная корреляция между движениями доходностей по акциям и доходностью инструментов с фиксированной ставкой (см. рис. 7.1).

Таким образом, в периоды повышения экономической активности и растущих корпоративных прибылей можно было бы ожидать, что рынок акций в целом продемонстрирует растущий тренд (хотя он будет предвидеть, что происходит в экономике). Когда же мы опускаемся до конкретной компании, любые новости о ней, которые добавляются к ожиданиям будущего роста, приведут к росту цены на акцию, а события, которые могли бы снизить прибыли, будут приводить к ее падению относительно рынка в целом.

Если цены акций в долгосрочном периоде зависят от комбинации прибылей компании и альтернативных инвестиционных доходов, то в краткосрочном периоде они могут изменяться под воздействием множества других факторов. Часть из них являются чисто техническими. Инвестиционные комментарии рисуют различие между **фундаментальными факторами** (теми, которые относятся к активам или прибылям компании) и **техническими факторами** (в основном воздействующими на цену акций без отражения на состоянии бизнеса самой компании). Вот несколько наиболее важных факторов, в основном технического характера, которые мы еще не рассматривали.

Сообщение о прибылях компании

Удивительно, но вы можете увидеть в обзорах о состоянии рынка информацию о том, что цена акций часто падает, когда компания сообщает о хороших прибылях. Обзор рынка, возможно,

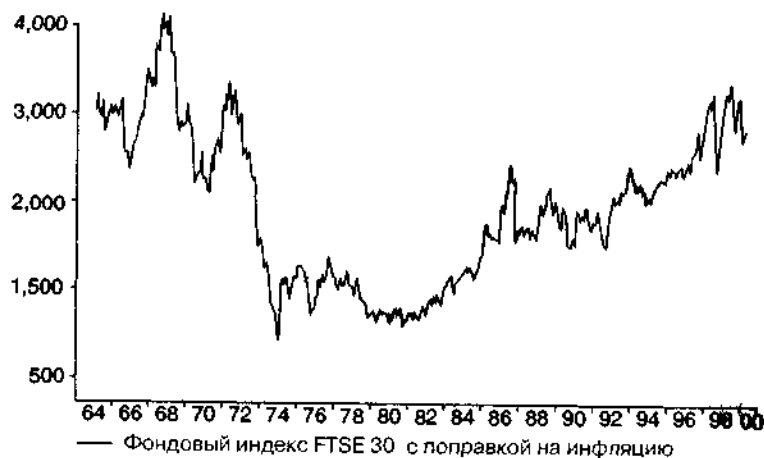
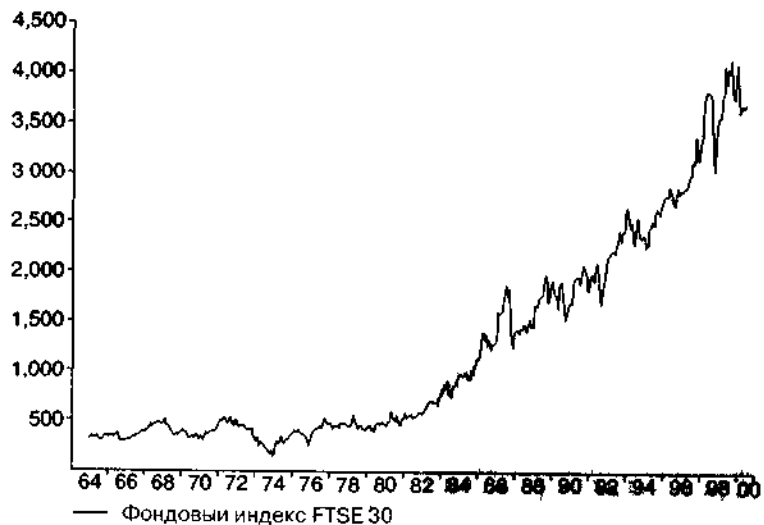


Рис 7.1 Цены на акции скорректированные с учетом инфляции. Верхний график показывает долгосрочное изменение фондового индекса FTSE 30 и он выглядит достаточно впечатляюще в последние годы, когда устойчивый рынок быков, по-видимому, заменил собой попеременно сменяющие друг друга рынки быков и медведей в 1960-х и 1970-х гг. Второй график, который показывает тот же самый индекс, но скорректированный с учетом инфляции, не выглядит таким же впечатляющим, хотя все же ясно, что любой, кто купил акции в начале 1980-х, вероятно, поступил правильно. Источник: *Datastream*.

говорит о **реализации рыночной прибыли (profit-taking)**. Суть здесь заключается в следующем. За несколько недель до объявления о прибылях компании цена акций растет, так как инве-

сторы покупают их в ожидании хороших показателей. К тому времени, когда появляются цифры, у спекулянтов нет никаких причин продолжать держать бумаги далее, поэтому они продают их, чтобы зафиксировать прибыль. Это еще один пример того, как рынок заранее дисконтирует хорошие новости.

Другим видом объявления, которое совершенно точно воздействует на рыночную цену, является **предупреждение о прибыли (profit warning)**. Если компания понимает, что ее прибыли за год собираются быть значительно ниже, чем она прогнозировала или чем ожидал рынок, она обычно должна заранее дать предварительное предупреждение для фондовой биржи и соответственно для инвесторов. Иногда инвесторы уже подозревают, что надвигаются плохие новости, но когда появляется это предупреждение о прибыли, цена акций может упасть очень сильно.

Рекомендации прессы

Если пресса или брокерская фирма **подсказывает (tip)** (настоятельно рекомендует) какую-то акцию, обычно ее цена будет расти. Она будет расти еще сильнее, если акции продаются на **узком (вялом) рынке (narrow market)**. Другими словами, эти рекомендации относятся к компании, которая не имеет большого количества акций в составе эмиссии или в обращении на рынке. В этом случае небольшой объем покупки подтолкнул бы цену вверх, в то время как рекомендация в отношении крупной и имеющей широкое хождение на рынке компании вроде **British Telecom** могла бы оказать относительно небольшое влияние на цену ее акций.

Однако не считайте, что любой рост цен, который следует за рекомендациями в печати, является результатом покупки акций. **Маркетмейкеры** тоже читают газеты, и когда они видят, что рекомендуются какие-то акции, они будут поднимать свои котировки в ожидании вероятной покупки. Таким образом, инвесторы часто сталкиваются с тем, что они могут приобрести акцию по цене, которая значительно выше той, которая предлагалась, когда была сделана рекомендация.

Маневры маркетмейкеров

Иногда вы встретите сообщения вроде «маркетмейкеры держали короткую позицию по акции, и цены выросли, когда они стали балансировать свои портфели». Это просто означает, что маркетмейкеры продавали акции, которых у них не было, они открыли **короткую позицию**, — и позднее они должны были по-

купать акции, которые им требовались для поставки клиентам. Такие покупки поднимают цену.

Маркетмейкеры и другие дилеры богатеют от активной торговли, поэтому, когда на рынке наблюдается низкая активность, они могут постараться искусственно ее стимулировать. Например, в то время, когда на рынке мало новостей, стимулирующих инвесторов к покупке или продаже, они могли бы опустить свои котировки, чтобы привлечь покупателей и тем самым вызвать какую-то активность на рынке.

Операции медведей

Не только маркетмейкеры продают акции, которыми они не владеют. Спекулянты на рынке тоже могут занимать короткую позицию (*go short*) в ожидании падения цен. Они продают акции в надежде, что смогут купить их по более низкой цене до наступления срока поставки. Прибыль от успешной короткой продажи представляет собой разницу между этими двумя ценами, хотя, как мы видели, этот маневр сейчас является более трудным для частных инвесторов, когда система двухнедельного операционного периода была отменена, а вместо этого могут использоваться операции на рынке свободно обращающихся опционов.

Короткая продажа — это опасный маневр. Если спекулянты выполняют его неправильно и цена растет, а не падает, их потенциальные потери безграничны. Они могли бы продать акции по 100 пенсов в ожидании падения цены до 80 пенсов. Предположим, что вместо этого появилось предложение о поглощении компании, которое вызывает рост цены до 200 пенсов за акцию. Теперь они должны покупать акции по 200 пенсов, чтобы поставить те акции, которые они купили по цене 100 пенсов.

Владельцы коротких позиций (*short sellers*) вынуждены покупать, чтобы выполнить свои контрактные обязательства по поставке акции. Если маркетмейкеры чувствуют, что произошли широкомасштабные короткие продажи по отдельной акции, они могут преднамеренно поднять свои котировки, вынуждая медведей (тех, кто продавал, ожидая падения цены) покупать по повышенным ценам. Эта ситуация известна как «медвежье сжатие» (*bear squeeze*). Достаточно часто вы можете видеть сообщения о том, что цены росли в результате закрытия позиций медведями (*bear covering*), даже когда общая ценовая тенденция имеет нисходящую направленность. Это просто отражает вынужденные покупки спекулянтов, которые ранее открыли короткую позицию, и не обязательно указывает на изменение нисходящего рыночного тренда.

«Налет медведей» (*bear raid*) возникает, когда спекулянты нападают на компанию и сознательно стараются опустить цены на ее акции, частично путем коротких продаж, но возможно, и за счет распространения неблагоприятных слухов о самой компании. Они надеются купить акции задешево, когда цена упала. Медведи-налетчики, конечно, уязвимы для поимки в момент «медвежьего сжатия».

Технические коррекции

Рынки редко продолжают расти и падать непрерывно. После периода растущих или падающих цен вы часто видите ссылки на техническую коррекцию (*technical correction*) или на то, что происходит укрепление рынка. Если цены в течение длительного периода растут, часто будет возникать перелом, связанный с тем, что некоторые инвесторы будут продавать бумаги для получения (фиксации) своей прибыли, и в этом случае цены временно будут падать. Они вполне могут продолжить свой рост после произошедшей встряски (*shakeout*). Противоположный процесс происходит в случае снижения цен. Рынок имеет тенденцию двигаться рывками благодаря тому, что инвесторы останавливаются для передышки на пути вверх или вниз.

Влияние чартистов

Существует теория, в соответствии с которой на основе прошлых ценовых изменений можно предсказать поведение цены акции в будущем (или рынка в целом, измеренный одним из его индексов). Верите ли вы в эту теорию или нет, вы не можете игнорировать тот факт, что временами это оказывает сильное влияние на цены акций. Комментаторы, которые основывают свои прогнозы на этих теориях, известны как технические аналитики, или чартисты (*chartists*) (поскольку они используют графики (*charts*) для отражения движения цен).

Эта теория не столь уж глупая, как могло бы показаться. Предположим, что цена акции компании ABC Holdings за последние несколько месяцев колебалась между 100 и 120 пенсами. Это предполагает, что каждый раз, когда цена падала до 100 пенсов, были инвесторы, которые считали акцию дешевой при такой цене и были готовы ее покупать. Каждый раз, когда цена вырастала до 120 пенсов, определенное количество инвесторов считало, что она становится слишком дорогой, и, следовательно, продавали. Поэтому 100 и 120 пенсов стали признаваться как уровни сопротивления (*resistance levels*).

Если в дальнейшем цена падает значительно ниже 100 пенсов или поднимается значительно выше 120 пенсов, это означало бы, что в отношениях инвесторов к этой акции что-то изменилось. Чартисту не надо знать, что именно случилось, а достаточно просто знать, что цена, отражающая общее мнение продавцов и покупателей на рынке, прорвала уровень сопротивления, и можно ожидать продолжения ее движения в данном направлении, пока не будет достигнут новый уровень сопротивления.

Это всего лишь простая иллюстрация данного принципа — в реальной практике предсказания технических аналитиков могут основываться на значительно более сложном анализе. В наши дни цены акций наносятся на графики с помощью компьютеров, а не рисуются на бумаге для графиков, и компьютеры могут быть запрограммированы на выдачу рекомендаций о покупке или продаже в соответствующих точках графика.

Поскольку большинство чартистов работают на основе широко известных теорий, их прогнозы могут оказаться самовыполняющимися. Если все чартисты признали, что цена акций ABC Holdings существенно пробила уровень сопротивления, когда выросла со 120 до 125 пенсов за акцию, все, кто следует этой теории, будут обязаны вскочить в этот поезд и покупать. и в результате цена могла бы подняться, скажем, до 140 пенсов. Графические методы также широко используются на других рынках, таких как рынок золота и валюты.

Процентные ставки и изменения валютных курсов

Мы уже видели, что рост процентных ставок будет понижать цены государственных бумаг, а также может опустить цены на акции за счет роста доходов, получаемых от других видов инвестиций. Но это будет иметь разное влияние на отдельные виды компаний. Такая зависимость в большей мере характерна для строительных компаний, потому что более высокие процентные ставки означают и более высокие ставки по ипотечным кредитам, что может отпугнуть покупателей домов. Подобное может отрицательно сказаться на компаниях с высоким уровнем левериджа, которые используют много средств, взятых в кредит с переменной ставкой процента, поскольку более высокие издержки на выплату процентных ставок будут снижать их прибыли. Это могло бы реально помочь компаниям, которые имеют большие суммы денежных средств и, следовательно, зарабатывают высокий процентный доход. При прочих равных условиях более высокие процентные ставки увеличивают стоимость кредита для потребителей, в том числе для промышлен-

ности, и в этом случае можно ожидать снижения экономической активности, что отрицательно сказывается на перспективах корпоративных прибылей. Такая взаимозависимость отличается от чисто технического фактора, который заключается в том, что более высокие процентные платежи могут уменьшить цену акций из-за более высоких доходов, доступных где-нибудь в другом месте.

Последствия движения валютных курсов (*currency movements*) также имеют сложный характер. Если фунт стерлингов сильный (возможно, слишком сильный, как это было в конце 1990-х гг, см. главу 16), правительство не обязательно будет стараться уравновесить любое падение валюты повышением процентных ставок. В некоторых случаях такое падение может приветствоваться. Но если фунт стерлингов слабый и происходит его дальнейшее падение, появляется возможность введения более высоких процентных ставок для защиты фунта стерлингов. Такой рост обычно бьет по ценам государственных бумаг, и можно ожидать возникновения соответствующих последствий и для цен на акции. Если мы посмотрим на это с другой стороны, то увидим, что более низкий уровень фунта стерлингов улучшает конкурентные позиции английской промышленности внутри страны и на экспортных рынках и тем самым улучшает перспективы для получения прибыли. Поэтому иногда слабость английской валюты будет приводить к снижению цен на облигации, но подогревать цены обыкновенных акций.

Вес денежного фактора

Цены на акции демонстрируют тенденцию к росту, когда покупателей больше, чем продавцов. Если есть много денег, имеющихся в наличии для инвестиций на фондовом рынке, цены, как правило, будут повышаться — следовательно, это **вес денежного фактора (weight of money)**. Однако сегодня, когда англичане могут инвестировать деньги за границей так же свободно, как и у себя дома (меры валютного контроля временно были приостановлены в 1979 г., а позднее отменены), а иностранцы активно инвестируют в Великобританию, роль этого фактора не столь значительна. В прошлом при расчете влияния денежного фактора на курс акций прежде всего учитывалось количество новых денег, которые могли бы предоставить для инвестиций финансовые институты. Из него вычитались те суммы, которые поглотили бы новые выпуски государственных облигаций, новые эмиссии акций на внутреннем фондовом рынке, вероятные продажи инвестиционных бумаг, связанных с недвижимостью, приобретение иностранных ценных бумаг и т. д. То, что оста-

лось, было бы доступно для приобретения существующих акций на английском фондовом рынке, что могло бы подтолкнуть вверх цены на нем.

Хотя теперь определение этих сумм затруднено, вес денежного фактора не следует игнорировать. Японский фондовый рынок в 1980-х гг. вырос до нереальных высот благодаря очень высоким сбережениям японских семей, которые направлялись на фондовый рынок, делая его сильно уязвимым в случае возникновения экономических и финансовых проблем.

На национальном уровне влияние денежного фактора можно заметить в случаях повышенного энтузиазма на фондовом рынке. Цены на акции интернет-компаний пробили крышу в конце 1999 г отчасти благодаря тому, что частные инвесторы были согласны платить фактически любую цену, чтобы заполучить для себя самые последние горячие акции. Другими словами, огромные деньги были выброшены на текущую рыночную моду. Во многих случаях стоимость компаний образовывалась, по сути, из «надежды» и ее невозможно было оценить по обычным инвестиционным критериям.

Слишком много акций

Когда компания образует собственный капитал за счет эмиссии новых акций или выпуска акций в процессе приобретения другой компании, цена их часто будет падать. Это происходит просто потому, что первоначально не нашлось достаточного количества покупателей, чтобы разобрать все новые акции. А если к тому же известно, что есть владельцы крупных пакетов акций, желающих от них освободиться (возможно, у **андеррайтеров (underwriters)** остались акции, которые им не нужны,— см. главу 8), цена может оставаться небольшой до тех пор, пока они не избавятся от них. В этом случае вы увидите ссылки на то, что крупные пакеты акций «нависают над рынком» (**overhanging the market**).

Политика

Обычно считается, особенно в период приближения выборов, что если дела у консерваторов идут хорошо, то будут расти цены государственных облигаций и акций компаний, в противном случае указанные цены будут падать. Это никогда не было полностью логичным. Хотя в прошлом лейбористские правительства могли ассоциироваться в общественном сознании с высокой инфляцией и высокими издержками на выплаты процентов, акции часто демонстрировали хорошие результаты и

при правлении лейбористов. Иногда цены акций росли в ожидании победы консерваторов на выборах, но сильно падали в процессе получения прибыли, когда эти ожидания сбывались. Ставка на результаты выборов — это опасная игра. В новом тысячелетии, когда у власти находится новое лейбористское правительство, проводящее экономическую политику консерваторов, предсказания стали более трудным делом, чем в прошлом.

Чувства

Чувства — непредсказуемый фактор. В некоторые дни инвесторы находятся в жизнерадостном настроении и решают покупать. Это может быть результатом хороших политических или экономических новостей, это может быть просто из-за того, что был солнечный денек или Англия выиграла матч по крикету. Еще одним сильным и постоянно значимым фактором для лондонского фондового рынка является поведение цен на акции на зарубежных рынках. Поведение Уолл-стрит всегда влияло на Лондон. С ростом же глобализации влияние заграницы является чем-то большим, нежели простым проявлением чувств. Одни и те же мировые экономические события могут повлиять как на Лондон, так и на заграничные рынки. Акции, которые котируются в Нью-Йорке или Токио, также могут обращаться в Лондоне, и падение на этих внутренних рынках может стать катализатором падения рынка в Великобритании. Хотя для Лондона связь с Уолл-стрит, возможно, все еще является самой сильной, крах октября 1987 г. (с его воздействием на все мировые фондовые рынки) продемонстрировал, насколько быстро сегодня изменения на рынке проникают через большинство границ.

Сделки по поглощению

Мы поставили поглощения (**takeovers**) в самый конец, потому что временами они играют доминирующую роль в образе мыслей фондового рынка. Предположение заключается в том, что если компания А делает предложение о покупке компании В, то ей придется заплатить больше, чем текущая рыночная цена акций компании В. На практике цена акций компании В часто растет в результате утечек информации или предположений в те недели, которые предшествуют объявлению предложения о покупке.

Фактические поглощения или слухи о поглощениях повышают цены отдельных акций. Мышлением инвесторов овладевает жажда поглощений, и они ищут других возможных кандидатов на покупку и толкают цены вверх в результате покупки

акций этих компаний. Весь рынок акций повышается из-за этой лихорадки поглощений.

Кажется, что повышение цен на основе разговоров о поглощениях противоречит самой идее о том, что стоимость акций компании определяется ее перспективами с точки зрения получения прибыли. Это не так. Покупатель просто платит цену, которая учитывает ожидаемый рост прибыли компании-жертвы в следующие два или три года, которые он считает возможными выжать из своей жертвы (возможно, с помощью творческой бухгалтерии) или возможную сумму экономии от устранения пересекающихся направлений деятельности и рабочих мест. Таким образом, для любой акции существует по крайней мере две возможные оценки ее стоимости. Первая формируется на рынке на основе своих собственных перспективных прибылей, а вторая цена та, которую может заплатить покупатель в процессе поглощения компании. Она складывается из ожиданий роста прибылей на несколько лет вперед или основывается на потенциале освобождения от активов (*assets-stripping*) (см. Глоссарий) или продаже составляющих его подразделений. Акционеры компании-жертвы получают ложку варенья сегодня вместо того, чтобы получить ее завтра.

Интернет-ссылки

Для ответа на вопрос: «Чем определяется изменение рыночных цен на любой конкретный день?», зайдите на любой из сайтов, который содержит отчеты о состоянии рынка и финансовые новости. К ним, разумеется, относятся сайт *Financial Times* на www.ft.com/ и сайты агентств новостей (см. главу 23). Многие другие сайты содержат материалы отчетов о состоянии рынков и основные финансовые новости, включающие некоторые личные финансовые сайты и такие информационные порталы, как Yahoo! по адресу (для английских читателей) <http://uk.finance.yahoo.com/>.

Во время краха 1987 г.

У инвесторов короткая память. После каждого важного кризиса на фондовых рынках мы читаем, что из них надо извлечь уроки и принять их близко к сердцу. Таких ошибок нельзя допускать в будущем. Не верьте ни одному слову! В течение десяти лет или около того кризис остается в человеческой памяти лишь слабым воспоминанием. Снова возникают прошлые

ошибки, возможно, в слегка измененном виде. Когда финансовые рынки несутся вперед на всех парах, никто не хочет слушать предостережений. После краха 1974–1976 гг. на рынке коммерческой недвижимости, в основе которого лежало чрезмерное банковское кредитование, нам говорили, что подобное никогда не повторится. Между 1984 и 1990 гг. банки в семь раз увеличили свои кредитные вложения в недвижимость. Начало 1990-х гг. показало, что эти же самые банки, создавшие резервы для своих многомиллиардных убытков от ссуд под недвижимость, снова понесли убытки, когда раздувшийся рынок коммерческой недвижимости переживал свой крах.

Кризисы на фондовом рынке могут оказаться еще более драматическими. На головы инвесторов, выросших на рынке быков 1980-х гг., крыша рухнула в понедельник 19 октября 1987 г. Под обломками крыши оказались погребены не только инвесторы. В утро предшествующей пятницы (16 октября) внезапный ураган, один из тех, что случаются раз в сто лет, разрушил значительную часть Южной Англии, нанеся ширококомасштабный ущерб недвижимости, а также нарушив транспортные и все другие виды коммуникаций. В эту пятницу фондовый рынок в Лондоне едва работал. Многие дилеры по ценным бумагам не приехали на работу. Биржевая система информации о ценах SEAQ большую часть дня не работала, и те сделки, которые совершались в этот день, проходили в рамках старой системы прямого взаимодействия. В эту пятницу в Лондоне не рассчитывался ни один фондовый индекс.

Америка избежала урагана, но неприятные события произошли и на Уолл-стрит. В субботу 17 октября *Financial Times* начиналась со статьи, озаглавленной «Уолл-стрит завершил две самые худшие недели рекордным дневным падением». Промышленный индекс Доу-Джонса — наиболее используемый индекс американского рынка — упал более чем на 17% от своего августовского пика. Только за пятницу 16 октября он упал почти на 5%. Отчет о состоянии рынка в *Financial Times* сообщал: «Это было не простое падение фондового рынка... Это было нечто большее: за последнюю неделю американский рынок потерял свой оптимизм».

Если бы Лондон полноценно работал в пятницу 16 октября и если бы были рассчитаны фондовые индексы, могло бы просочиться какое-то указание на то, что собирается произойти по эту сторону Атлантики. Если бы это произошло, Лондон бы забеспокоился; но в этот уик-энд мало что предвещало рыночный катаклизм. В понедельник *FT* вышла под заголовком «Бычьи доходы снизились, когда Уолл-стрит согласился, что партия окончена». Но это писалось главным образом о Соединенных

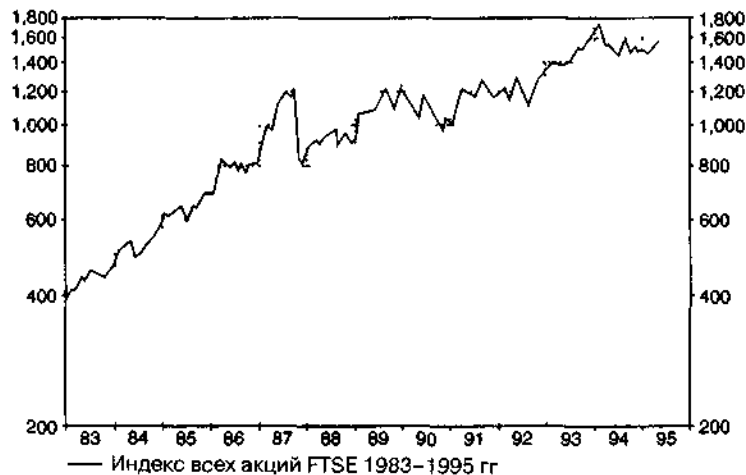
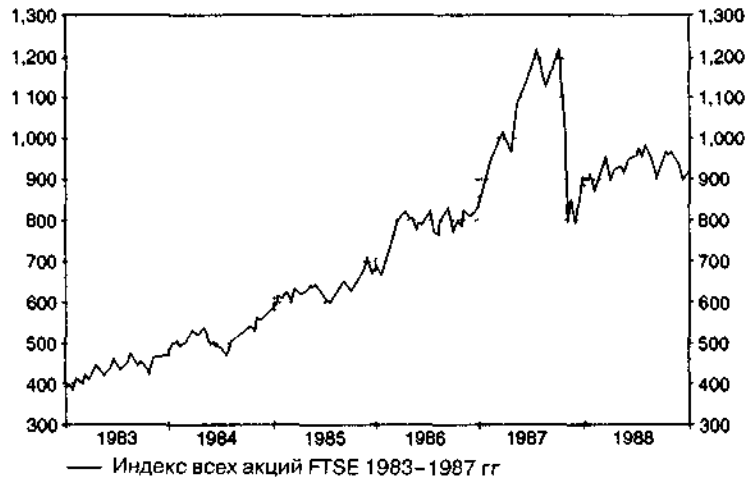


Рис 7.2 Что история говорит о перспективах. Верхний график показывает бум в ценах на акции в 1980-х гг, который проложил дорогу для драматического падения в октябре 1987 г. Нижний график показывает в точности то же самое, но он продлевается до 1995 г и использует логарифмическую шкалу. Но будьте осторожны с этими графиками — они могут вводить в заблуждение. Источник *Datastream International*

Штатах. В самой Британии ожидалась самая большая продажа принадлежащих государству акций — пакет государства в *British Petroleum* на сумму £7,2 млрд. В понедельник в газете появилась статья о продаже акций *BP*. «Рынок быков проходит проверку» В Великобритании все еще говорили о рынках быков

Но во вторник 20 октября мировой рынок быков стал историей. При закрытии в понедельник 19 октября рынок Лондона упал почти на 10% от показателей своего закрытия в предыдущий четверг, как показывал Фондовый индекс всех акций FTSE (каким он тогда был)

Но в понедельник Соединенные Штаты снова стали центром внимания. Промышленный индекс Доу-Джонса рухнул на 500 пунктов до отметки 1738,42 — дневное падение составило свыше 22%. Во вторник цена закрытия в Лондоне упала еще на 11,4%, что дало двухдневное падение в 20%. И хотя произошло несколько случайных небольших подъемов, он продолжал падать и в ноябре. В своей самой глубокой точке Индекс всех акций FTSE упал на 36,6% от величины своего пика в июле 1987 г. Другие рынки по всему миру тоже пострадали. В понедельник 19 октября и на следующий день фондовый рынок Токио потерял 17%, а рынок в Австралии упал на 28%. Гонконг в это время не мог быть измерен. Рынок был закрыт.

Когда разгром рынка стал очевидным во всей своей полноте, экономические гуру выбились из сил, пытались рационально объяснить события этой недели. Нестабильность финансовой системы как результат несбалансированности международной торговли и, в частности, существования торгового и бюджетного дефицита в США объяснялась просто неуверенностью на мировых финансовых рынках. Экономисты однозначно не могли объяснить, почему, несмотря на существование этих диспропорций в течение длительного времени, кризис не случился раньше. Существовало более простое и, по крайней мере, оглядываясь назад, более точное объяснение событий этой недели. Большинство спекулятивных бумов на фондовых рынках завершались спадом при этом неважно, что провоцировало это падение. Профессор Дж.К. Гэлбрейт суммировал этот феномен в своей книге на примере более раннего и в конечном счете более серьезного фондового кризиса в Соединенных Штатах, *Великого краха 1929 г.* « просто получилось так, что этот оглушительный бум развивался на фондовом рынке, и, как все бумы, он должен был завершиться. Когда цены прекратили расти — когда предложение людей, которые покупали ради роста, истощилось — каждый захотел продать. Рынок не выровнялся; рынок стремительно падал». В понедельник 19 октября 1987 г. это снова произошло на Уолл-стрит — и в Лондоне, и по всему миру.

Падение цен во время краха 1987 г. нельзя было сравнить с рынком медведей 1973–1975 гг, когда цены на акции в Великобритании провалились до почти что четверти величины своего предыдущего пика. Это было такое быстрое падение, что оно превратилось в драму. Снижение цен на акции, которое в пре-

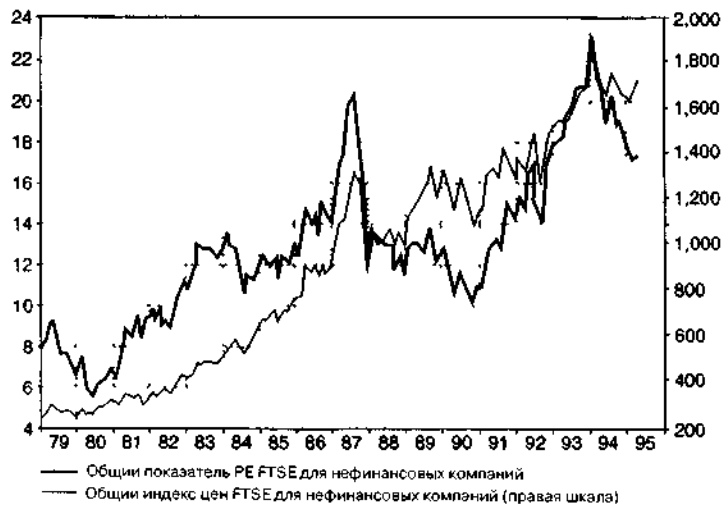


Рис. 7.3 Среднее значение коэффициента PE по акциям промышленных и торговых компаний (толстая линия и левая шкала) выросло до 20 в 1987 г., когда цены акций (более тонкая линия и правая шкала) переживали бум и потеряли связь с фундаментальными основами прибылей компаний. Коэффициенты PE вернулись к более нормальным уровням с последующим крахом цен на акции. Источник: *Datastream International*

дыдущее десятилетие могло происходить постепенно, на протяжении года или больше, происходило за один или несколько дней. И снова для неожиданности этого падения были выдвинуты многочисленные объяснения, а значительная доля вины за этот кризис была возложена на компьютеры (или людей, которые их запрограммировали).

Много говорилось об опасностях **программной торговли** (*programme trading*), хотя смысл этого выражения, по-видимому, разные комментаторы понимают по-разному. В Соединенных Штатах обычно имеет место широкомасштабный **арбитраж** (*arbitrage*) между рынком торговли за наличный расчет и рынком финансовых фьючерсов, когда компьютеры сигнализируют о малейших несоответствиях в ценообразовании между этими двумя рынками, которые предлагают шансы получить прибыль (см. главу 18). **Портфельное страхование** (*portfolio insurance*) также является общепринятой практикой в США. Это с его помощью основные институциональные инвесторы могут постараться гарантировать определенный размер прибыли по своим инвестиционным портфелям. Он может включать операции на рынках фьючерсов или опционов (стоимость фьючерсных или опционных позиций растет, если стоимость портфеля акций падает). Оно также может повлечь за собой создание программы

для превращения части портфеля акций в наличные, если цены падают ниже определенного уровня. И как венец мы встречаемся со знакомыми **чартистскими** теориями (см. предыдущую главу), в которых само падение цен может сигнализировать о более крупном падении цен и подталкивать к продаже, которая делает предсказания самовыполняющимися.

Все эти факторы, как и некоторые другие, возможно, действовали и во время краха на Уолл-стрит. Взаимодействие фондового рынка и рынка фьючерсов означало, что падение на одном из них стимулировало продажи на другом, что, в свою очередь, привело к продажам на первом рынке. А использование полуавтоматических программ еще больше ускорило движение вниз по этой спирали.

Но возможно, что эта форма компьютеризированной торговли (которая в любом случае в то время была не очень распространенной в Лондоне) была последним существенным аспектом участия компьютеров в этом крахе. Более важным было моментальное распространение информации по всему миру посредством электронных сообщений и экранов компьютерных мониторов. Трейдер моментально узнавал, что происходит в других финансовых центрах, и соответственно снижал свои собственные цены на акции. Когда паника распространилась по всем финансовым центрам, стало ясно, что немедленная информация имеет как отрицательные, так и положительные особенности.

Теперь о технических подробностях. Почему цены на акции балансировали на грани падения? Если мы возьмем отдельно лондонский рынок (а многие из его характерных черт зеркально отражаются на зарубежных фондовых рынках), большую часть истории нам расскажут графики. Сначала посмотрим на рис. 7.2, где нанесены значения Фондового индекса всех акций FTSE с 1983 г. Цены акций устойчиво поднимались вверх вплоть до конца 1986 г. В первой половине 1987 г. темп повышения ускорился (типичная особенность последних дней рынка быков), так как все больше и больше инвесторов или спекулянтов вскакивали в последний вагон, привлеченные прибылями, извлекаемыми из рынка в последние годы. К своему пику в середине июля этот индекс вырос на 48% от своего значения в начале года. Затем посмотрим на рис. 7.3, показывающий средние значения коэффициента PE по Фондовому индексу FTSE 500.

Сразу бросается в глаза, что хотя равновесные коэффициенты PE росли до конца 1986 г. и вновь это имеет склонность происходить на рынке быков, они не росли так же быстро, как цены акций. Другими словами, прибыли компаний и их доходы быстро росли, частично оправдывая рост цен на акции. Но рост стоимости акций в первой половине 1987 г. окончательно поте-

рля связь с **фундаментальными показателями (fundamentals)** — прибылями, доходностью и альтернативными инвестиционными доходами, которые являются единственной поддержкой для стоимости акций. Прибыли компаний не выросли на 48% за эти полгода, как это произошло с акциями. Имела место явная спекулятивная лихорадка. Если мы посмотрим на рис. 7.4, показывающий среднюю дивидендную доходность по сравнению со средней доходностью к погашению по государственным облигациям, мы увидим другую сторону той же самой картины. До конца 1986 г. дивиденды компаний росли достаточно быстро для того, чтобы предотвратить большое падение доходности, несмотря на растущие цены акций. В 1987 г. цены акций вырвались вперед роста дивидендов, и дивидендная доходность резко упала в среднем до 3%. В процессе этого, как отчетливо показывает график, традиционное соотношение между доходом по государственным золотообрезным бумагам и дивидендной доходностью было резко нарушено.

Когда цены начали падать, ничто не могло их остановить, пока не были восстановлено разумное соотношение с фундаментальными показателями. Фактически, вся суть этих драматических событий заключалась в том, что крах рынка просто вернул цены на акции к их стоимости предыдущего года, когда зародилась последняя спекулятивная лихорадка. Этот крах явился подтверждением — а не отрицанием — теории о том, что в долгосрочном периоде именно прибыли и дивиденды компании определяют стоимость ее акций.

А что же последствия? Прибыли и дивиденды компаний продолжали расти до октября 1987 г. Экономический коллапс, который многие предсказывали, просто не случился на протяжении последующих восемнадцати месяцев. Акции снова стали выглядеть вполне привлекательными с точки зрения фундаментальных критериев. Кризис оказался чисто фондовым феноменом: это было падение, следующее за чрезмерным спекулятивным бумом. Конечно, нельзя сказать, что он не имел никаких экономических последствий. Власти Великобритании ужасно боялись любого действия, которое могло бы спровоцировать дальнейшее волнение на рынках. Поэтому вскоре они оказались не в состоянии действовать достаточно быстро, чтобы ограничить перегретую экономику, в результате чего бум 80-х гг. полностью вышел из-под контроля, и реакция на это — рецессия начала 90-х гг. — была соответственно более жесткой. Но это уже другая история.

Однако даже в коротком периоде кризис оставил после себя шрамы. Прежде всего он разрушил иллюзию, господствовавшую годом раньше во времена Большого удара, что Сити может

поддерживать свой экстравагантный образ жизни за счет еще более изощренной работы с акциями. Стали намного меньше говорить о расширении отделов по торговле акциями; обычным делом стало сокращение штатов. **Ликвидность рынка (liquidity)** оказалась иллюзорной. События 1987 г. показали, что акции оказалось легко продавать и покупать, когда цены росли. Но когда началось падение, те, кто надеялся быстро выйти с рынка, считали за везение, если они смогли добраться до своего брокера или маркетмейкеров. Торговая система, введенная во время Большого удара, уже нуждалась в пересмотре.

Может ли снова произойти кризис аналогичного масштаба? Уже ясно, что нашим личным ответом будет «да», хотя такой крах, вероятнее всего, наступит после периода лихорадочной спекулятивной активности на рынках. До краха 1987 г. английское правительство поощряло такую спекулятивную лихорадку за счет крупных приватизационных эмиссий и посредством предложения активов налогоплательщикам публичке по цене ниже их стоимости. Создалось иллюзорное представление о фондовом рынке как источнике постоянных прибылей. Это подогрело тот бум, который предшествовал падению.

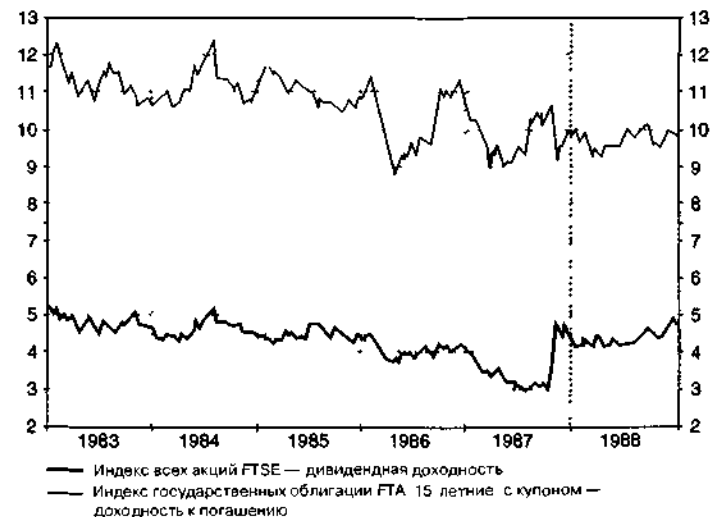


Рис. 7.4 Средняя дивидендная доходность по акциям (жирная нижняя линия) обычно сохраняла определенное соотношение с доходностью государственных облигаций (тонкая верхняя линия). Но в 1987 г. заключительные этапы бума цен на акции опустили дивидендный доход ниже 3% и разрушили это соотношение. Это соотношение вернулось к более нормальному состоянию после того, как цены на акции резко упали и соответственно дивидендная доходность снова выросла. Источник: *Datastream International*

Если подобные спекулятивные лихорадки в будущем можно было бы предотвращать, то, возможно, можно было бы предотвращать и подобные кризисы. Но когда фондовый рынок мчится на всех парах, никто не хочет упустить свой шанс. Каждый рассчитывает, по крайней мере, на 5% прибыли, когда рынок приближается к своему пику, и каждый испытывает иллюзию, что он или она в состоянии заметить признаки тревоги раньше, чем вся остальная толпа. Крах 1987 г. показал, что происходит, когда инвесторы отдают свои заблуждения на проверку реальной действительности и в результате все одновременно бросаются продавать.

По иронии судьбы, когда мировой фондовый рынок снова проходил почти такую же проверку десять лет спустя, система сумела выдержать давление, которое уходило своими корнями в реальные экономические события. Но на этот раз проблемы начались не на Уолл-стрит и не на Лондонской фондовой бирже. Вместо этого она началась в экономиках стран «азиатских тигров», а именно Таиланда и Южной Кореи, в дальнейшем распространившись на другие ранее сформировавшиеся финансовые центры Дальнего Востока в Малайзии, Сингапуре и Гонконге. Затем встряске подверглась сама Япония, у которой хватало проблем с собственной финансовой системой, и в ноябре 1997 г. случился крах ее старейшей фирмы по работе с ценными бумагами — когда-то гордой *Yamaichi Securities*.

Первоначально шторм не затронул Соединенные Штаты и Великобританию. В конце октября Уолл-стрит пережил свое самое глубокое дневное падение со времен краха 1987 г. снижение более чем на 8% индекса Доу-Джонса, которое вызвало автоматическое временное закрытие рынка в соответствии с правилами безопасности, принятыми после кризиса десятью годами раньше. Это падение послужило причиной дальнейшего сильного снижения на рынке Гонконга. Лондонский рынок на следующий день сначала отреагировал падением почти на 10%, но закончил день с относительно умеренным снижением, так как Уолл-стрит продемонстрировал резкое восстановление. Сильно пострадали молодые европейские рынки, когда российские бумаги падали почти на 20% в день и предстояли еще большие неприятности.

Проблемы бывших экономик стран-тигров в основном объяснялись слишком быстрым расширением, которое финансировалось привлечением заемных денег. Они усиливались достаточными ветхими финансовыми структурами, которые были не в состоянии развиваться так, чтобы соответствовать очень быстрому росту промышленности. Проблем добавляло и то, что корпорациям не хватало прозрачности и четкости финансовой отчетно-

сти, которая свойственна более зрелым западным компаниям. Часто по отношению к ним приходил на ум термин «капитализм старых друзей» (*crony capitalism*) (см. Глоссарий).

Когда рост в экономиках стран-тигров замедлился, обслуживание долга стало трудным или невозможным. Годы экспансии сопровождалась ростом цен ценных бумаг и стоимости недвижимости. Так как ценные бумаги и недвижимость составляли обеспечение банковских кредитов, финансовые институты оказались в беде, когда цены на них пошли вниз. Значительная часть обеспечения кредитов растворилась в воздухе.

Являясь значительно более сильной, чем молодые экономики «азиатских тигров», Япония имела давнишние проблемы, вытекающие из предыдущего периода чрезмерного кредитования ее финансовыми институтами под обеспечение в виде имеющих завышенные цены недвижимости и акций. Очень высокий уровень плохих кредитов среди банков и других кредитных институтов неминуемо сказался, когда цены акций и цены на недвижимость упали после бума 80-х гг. Эта проблема беспокоила японскую финансовую систему на протяжении большей части 90-х. Плохие ссуды в Японии оценивались примерно в 10% валового внутреннего продукта, хотя истинная цифра могла бы оказаться существенно выше. Вместе с молодыми экономиками азиатских тигров Японии всегда не хватало такой финансовой системы, которая соответствовала бы силе и сложности ее промышленной базы. Цены на акции в Японии в конце 1997 г. составляли менее половины их самого высокого уровня.

Цены акций на фондовых рынках молодых азиатских экономик рухнули, когда пузырь роста лопнул. К декабрю 1997 г. южно-корейские акции находились на более низком уровне, чем 10 лет назад, тем самым нанеся убыток в размере рыночных доходов за целое десятилетие роста. Но под ударом оказались не только акции. Каждая страна по очереди видела, как ее валюта постепенно падала на валютных рынках, когда в дело вступали спекулянты. Когда атаке подверглась малайзийская валюта, премьер-министр страны обвинил в создании этого кризиса спекулянтов. Его слова нашли отклик среди населения. В столице Малайзии Куала-Лумпуре были сожжены портреты Джорджа Сороса — короля международных валютных спекулянтов.

После оказания помощи Таиланду Международный валютный фонд (МВФ) отправился на помощь Южной Корее, чтобы выделить ей самый большой из всех предоставленных на то время пакетов помощи на общую сумму \$57 млрд с целью помочь стране избежать дефолта по ее краткосрочным иностранным кредитам. Этот пакет имел свою цену: в качестве условия

помощи от Южной Кореи требовалось проведение далеко идущих финансовых и экономических реформ.

Важным вопросом, который циркулировал в западных финансовых центрах, был вопрос о том, не нанесут ли бури в Азии серьезного длительного ущерба более зрелым экономикам Северной Америки и Европы. Существовали опасения, что дефолт по своим долгам любой из стран мог бы иметь разрушительные последствия для других экономик, возможно, послужив спусковым крючком для других дефолтов. Это могло бы серьезно дестабилизировать мировую финансовую систему. Было ясно, что проблемы бывших «азиатских тигров» окажут непосредственное влияние на западные компании, которые вели с ними обширную торговлю. Указанные проблемы также затрудняли азиатским странам прямое инвестирование в производственные мощности за границей, что было плохой новостью для Запада. Великобритания столкнулась с задержками или сокращениями в запланированных инвестициях со стороны азиатских групп, таких как южнокорейская *Hyundai*. Опасались общего спада мировой торговли.

Когда первоначальный шок прошел, то выяснилось, что в данном случае отзвуки событий на фондовом рынке ограничились преимущественно Азией и развивающимися рынками в Восточной Европе и Южной Америке. Так или иначе, рынок Лондона продемонстрировал достаточную силу и значительно вырос к началу нового тысячелетия. В результате сокращений в инвестиционных институтах Великобритании произошло снижение количества рабочих мест. Но для большинства населения наиболее явным последствием этой суматохи был приток дешевых персональных компьютеров и аналогичных товаров, вызванный очень низким курсом многих азиатских валют и потребностью производителей в получении денежных средств за счет продажи своих товарных запасов.

глава 8. Выпуск новых ценных бумаг на фондовый рынок

Когда фондовый рынок находится в стадии повышения, вы можете ожидать потока новых компаний, **выходящих на рынок (coming to the market)** — впервые допускаемых к **официальной котировке** своих акций (**listing or quote**), — что объясняется высокой оценкой, которая присваивается их акциям, и готовностью покупателей их покупать. Сам термин «новые компании», возможно, создает неправильное впечатление. Это обычно не какое-то новое предприятие, а компании, которые являются новыми лишь для фондового рынка. Их акции впервые могут продаваться и покупаться на фондовой бирже. Более крупные компании могут обратиться за листингом (**listing**) на саму Лондонскую фондовую биржу (**главный рынок (main market)**), который обычно известен как **официальный список (official list)**). Небольшие или молодые компании (или компании, которые хотят **выпустить на рынок (float)** только небольшое количество своего акционерного капитала) могут обратиться за котировкой на **Альтернативный инвестиционный рынок**, или **AIM**, который также действует на ЛФБ.

По правилам (и в целом это все еще так) от компании требуется проработать, по меньшей мере, три года, чтобы она могла котироваться на главном рынке. Но времена изменились. Если в традиционных обрабатывающих отраслях может потребоваться много лет, чтобы выстроить бизнес, то фирма в области Интернета может — и часто это действительно так — иметь гораздо более короткий период созревания. Компания-провайдер **Freemove**, предоставляющая бесплатный доступ в Интернет, отделившаяся как самостоятельная компания от розничной сети по торговле высококачественными электротоварами и электроникой **Dixons**, получила разрешение на выпуск акций от своего собственного имени на главном рынке в 1999 г., когда она проработала на рынке всего около года. Она оценивалась в £1,5 млрд по своей эмиссионной цене, несмотря на то что в это время она еще не приносила никакой прибыли. На тот момент **Freemove** была исключением, но позднее в том же 1999 г. Лондонская фондовая биржа объявила о создании «рынка в рынке» под названием

techMARK, признавая особенные характеристики и потребности технологических компаний. Хотя **techMARK** является частью главного рынка, были предложены изменения в правилах листинга, которые бы позволили компаниям выходить на рынок без обычного трехгодичного периода деятельности, при условии соответствия определенным критериям. Ожидалось, что некоторые молодые компании в технологической сфере, которые до этого момента квалифицировались как подходящие для обращения на AIM, в итоге выйдут на главный рынок.

Для отдельных инвесторов обращение к акциям **новых эмиссий** является первым знакомством с деятельностью фондовой биржи. Они могли обратиться к этим акциям с намерением использовать их как объект для инвестиций с целью получения дивидендов. Но они также могут рассчитывать на прибыльную продажу этих «новых» акций в будущем, как только с ними начнут вести биржевую игру (**dealings**) (позднее мы рассмотрим, почему это часто оказывается хорошей ставкой). Но здесь тоже произошли перемены. Количество новых выпусков, которые предлагаются публике для открытой подписки, в целом за последние годы значительно уменьшилось. Поскольку сегодня основные эмиссии, связанные с приватизацией, прекратились, для многих частных инвесторов наиболее вероятный маршрут для приобретения акций, впервые выходящих на рынок, лежал через покупку акций бывших строительных и страховых обществ.

Фактор Интернета

Интернет является естественным средством для создания информации, доступной большому количеству людей, и возможности, которые он предлагает для маркетинга акций используются еще не до конца. Но будьте осторожны. Международный характер Интернета также делает его идеальным средством для тех, кто пытается продвинуть акции дутых предприятий, которые не удовлетворяют требованиям листинга любой уважаемой фондовой биржи.

Однако при надлежащем использовании Интернета может улучшить доступ к новым эмиссиям акционерного капитала для обычной публики. Почтенные онлайн-брокеры и банки могут распространять акции, которые доступны для подписки среди их клиентов.

Интернет может покушаться на область новых эмиссий и другим способом, о чем свидетельствует пример с *Freeserve*. Начало нового тысячелетия отмечено потоком новых эмиссий — в основном на рынке AIM — компаний, занятых в том или ином виде интернет-бизнеса. Наличие в названии компаний обозначений «.net» или «.com», по-видимому, достаточно для

того, чтобы обеспечить рыночную капитализацию на многие миллионы фунтов стерлингов для предприятий, которые никогда не занимались столь прозаическим делом, как получение прибыли. Подобно большинству случаев биржевой моды, энтузиазм инвесторов в отношении так называемых **компаний-доткомов (dotcom)** зачастую не знает границ. Инвесторы склонны забывать, что сама природа Интернета, который позволяет использовать новые идеи с удивительной быстротой, способствует возникновению конкурентов и имитаторов и подрывает положение новатора с точно такой же быстротой. На переломе тысячелетия широко предсказывались неприятности, и, кажется, их возникновение более чем вероятно.

Вид выпуска акций

Рассмотрим механизм новой эмиссии.

Есть четыре основных способа, которыми компания может выпустить на рынок свои акции. (Выпуск акций на рынок традиционно привлекает морские метафоры, в то время как сделки по поглощениям используют семейную терминологию, и новые эмиссии могут также описываться как **спуск**, или **выпуск (launch)**. Немного жаль, что сегодня распространен более прозаический американский термин **первоначальное публичное предложение (initial public offering, IPO)**.) Вот эти методы выпуска:

- **Предложение ценных бумаг для продажи широкой публике с последующей котировкой на бирже (offer for sale)**. Акции предлагаются для продажи публике, частично через газеты, которые публикуют подробности эмиссии. Полный **проспект эмиссии (prospectus)**, предлагающий большой объем информации о компании, ее финансовом положении, результатах ее деятельности и ее директорах и консультантах, — это законодательное требование при выходе акций на рынок, хотя он может быть всего лишь **мини-проспектом (mini-prospectus)**, который появляется в прессе вместе с указаниями на то, где можно найти полную версию документа. Предложение бумаг для продажи, хотя и менее принято в наши дни, является методом, который наиболее интересен для широкой публики, и мы в дальнейшем рассмотрим его подробно.
- **Прямое размещение ценных бумаг среди инвесторов (placing)**. В этом случае компания достигает первоначального состава акционеров посредством частной продажи акций ряду инвесторов: обычно их число составляет несколько сотен. Такое размещение поручается брокерской компании, и большая часть акций, возможно, будет размещена среди ее клиентов. Широкая публика, которая не является

клиентами компании, на этом этапе, вероятно, не рассматривается. После плейсинга дается разрешение на торговлю акциями на фондовом рынке, и любой может купить их в обычном порядке, хотя цена, наверное, теперь будет выше цены размещения.

- **Размещение через посредников (intermediaries offer).** Акции предлагаются к продаже финансовым посредникам для распространения среди их клиентов. И вновь инвесторы, которые не являются клиентами этих посредников, в принципе не могут купить акции на этом этапе, а должны подождать, пока акции не станут продаваться на рынке.
- **Представление ценных бумаг (introduction).** Представление, скорее всего, будет использоваться тогда, когда компания уже распределила основное количество акций среди акционеров и просто хочет получить разрешение на торговлю акциями на бирже. Представление не влечет за собой увеличения капитала или маркетинга акций — хотя это могло бы проложить дорогу для сбора дополнительного капитала в будущем, — и это самый дешевый способ выхода на рынок. Когда компания переходит с рынка AIM на главный рынок или когда бывшее строительное общество распространяет акции среди своих членов и стремится котируются на бирже, возможно, будет использоваться метод представления.

Кто собирает деньги?

В любом отчете о публичном размещении, плейсинге или размещении через посредников одним из первых пунктов, на которых концентрируется внимание, является следующий: кто получает деньги от продажи акций? Акции могут иметь следующее происхождение:

- акции, продающиеся существующими акционерами, — возможно, учредителями компании, которые создавали компанию с самого начала. В этом случае собранные деньги уходят этим первоначальным акционерам, а не самой компании;
- новые акции, выпущенные компанией. В этом случае средства от продажи акций приходят в собственную казну компании, а не ее первоначальным владельцам.

На практике доступные к продаже акции могут представлять собой некоторую смесь. Одни из них могут являться существующими акциями, продаваемыми собственниками, а некоторые — новыми акциями, продаваемыми в целях привлечения денежных средств для компании. Будьте осторожны, если вы видите, что все акции поступают от существующих акционеров и что они из-

бавляются от большей части своих пакетов акций. Почему они решили именно сейчас превратить их в наличные? Для этого может быть разумная причина, и вам следует ее знать.

Ценообразование при публичном размещении

Публичные предложения акций широкой публике бывают двух основных видов: **предложения с фиксированной ценой (fixed-price offers)** и **предложения-тендеры (tender offers)**. Предложения с фиксированной ценой являются более обычной практикой. Как определяется эта цена?

Каждая эмиссия требует **спонсоров**. Традиционно эмиссия будет спонсироваться брокером или могут быть привлечены брокер и инвестиционный банк. В последнее время за разрешением на право действовать в качестве спонсоров могут обращаться другие финансовые институты — такие, например, как аудиторские фирмы. А на рынке AIM роль спонсора выполняет **назначенный консультант (nominated adviser)**. Обычно — хотя и не всегда — компания, выходящая на рынок, в своих проспектах дает **прогнозы прибылей и дивидендов** за текущий год, а также представляет подробные данные о своих прошлых прибылях. Работая с этими данными, спонсоры будут искать компании с похожим профилем деятельности, акции которых котируются на рынке. С помощью ссылки на **показатели (ratings) (коэффициент PE или доходность)**, которыми довольствуются компании, скорректированные на отличные или плохие **перспективы роста** новичка, можно будет зафиксировать приемлемый показатель, а следовательно, и цену для акций компании-новичка. Вне зависимости от того, какой способ эмиссии выбирается, действует во многом одинаковый процесс ценообразования. В случае более крупных эмиссий консультанты компании также могут постараться выяснить у основных инвесторов, сколько акций и по какой цене они готовы купить — процесс, известный как **формирование заказов (bookbuilding)** (см. Глоссарий).

Здесь надо держать в уме два момента. Во-первых, спонсоры хотят быть уверены, что новая эмиссия получит хороший старт: другими словами, когда начинается торговля акциями, цена **вторичного рынка (after market)** не будет ниже цены размещения эмиссии, а лучше должна подняться немного выше нее. Поэтому они постараются выбросить акции по цене, которая несколько ниже той, которой они, вероятно, стоят. Если цена слишком низкая, то их будут обвинять в том, что они не смогли получить достаточно хорошую цену для своих клиентов. Компании из категории **доткомов (dotcom)**, которые выходили на рынок в период расточительства перед наступлением нового

тысячелетия, были редким исключением. Во многих случаях акции взлетали выше цены размещения с первых же сделок — но во всяком случае не было никакого рационального способа определения их стоимости.

Во-вторых, сама компания почти наверняка ошибается в своих прогнозных значениях прибылей из соображений предосторожности. Нет ничего хуже для новичка на рынке, чем не соответствовать прогнозам, содержащимся в проспекте (*prospectus forecast*). Поэтому прогнозы будут даваться несколько ниже того уровня, который рассчитывают получить для прибыли директора компании.

Первый момент означает, что — если только спонсоры не сделали слишком ошибочных расчетов или фондовый рынок резко не упал в промежутке между моментом фиксации цены и началом заключения сделок, акции должны продаваться дешевле своей вероятной стоимости, и, следовательно, есть очень хороший шанс получить быструю прибыль для спекулянтов, занимающихся перепродажей новых акций (*stags*), которые призваны обеспечить распределение акций. Второе замечание означает, что вы не должны слишком серьезно воспринимать отчеты, которые появятся позднее, когда компания сообщает свои первые данные о прибылях после выхода на публику. Они часто публикуются под заголовком нечто вроде «XYZ Holdings превзошла прогнозы», как если бы это подразумевало неожиданно хорошую работу компании. Правда в большинстве случаев состоит в том, что инвесторы должны беспокоиться, если компания не превзошла своих прогнозов. Она ведь планировала это сделать.

Размещение на тендере

Некоторые компании почти невозможно оценить, например, нет никакой сравнимой компании с котирующимися на бирже акциями, и в этих обстоятельствах имеет смысл размещать акции на тендере (*tender offer*). Инвесторам предлагают подать заявку на то количество акций, которое они хотят купить, и сообщить, какую цену они готовы заплатить выше установленного минимума. Предполагая, что эмиссия полностью размещается по подписке, — заявки получены, по крайней мере, на общее количество акций в эмиссии, — спонсоры смогут рассчитать, по какой цене могут быть проданы все акции. Она становится ценой размещения (*striking price*), и любой, кто обращается за акциями по этой или более высокой цене, получает шанс что-то приобрести. Акции часто распределяются по цене размещения даже среди тех, кто предложил более высокую цену, хотя иногда от заявителей требуют уплатить ту цену, которую они указали

в своей заявке. Те, кто предложил цену ниже цены размещения, не получает никаких акций.

Цена размещения не всегда будет самой высокой возможной ценой, по которой могут быть проданы все доступные акции. Разобрать этот более сложный случай нам поможет пример. Предположим, что XYZ Holdings предложила публике 10 млн акций и пригласила к участию в тендере по цене 120 пенсов за акцию или выше. Были получены заявки, суммированные в табл. 8.1:

Таблица 8.1

| Количество акций, запрашиваемых по каждой цене | Цена (пенсы) | Общее количество акций, которое может быть продано по каждой цене |
|--|--------------|---|
| 2 000 000 | 140 | 2 000 000 |
| 3 000 000 | 135 | 5 000 000 |
| 5 000 000 | 130 | 10 000 000 |
| 2 000 000 | 125 | 12 000 000 |
| 4 000 000 | 120 | 16 000 000 |

Правая колонка показывает, что при цене 130 пенсов все 10 млн доступных акций могут быть проданы, поскольку есть заявка на 5 млн по 130 пенсов, 3 млн по 135 пенсов и 2 млн по 140 пенсов. Поэтому 130 пенсов будут самой высокой ценой размещения. Но спонсоры могут решить продавать бумаги по несколько более низкой цене, чтобы гарантировать, что акции получат хороший старт, когда начнут заключаться сделки. Поэтому они фиксируют цену размещения на уровне 125 пенсов, поскольку по этой или более высокой цене есть заявки на более чем 12 млн акций. Таким образом, не все, кто обратился с заявками, получают все акции, которые они запрашивали.

Подписка сверх предполагаемой суммы и распределение

Спонсоры выбирают цену на таком уровне, который, как они считают, будет привлекать заявителей на большее количество акций, чем то, которое подлежит размещению. Или, в случае тендера, они могут установить цену размещения ниже самой высокой из возможных цен. Если они правы и существуют заявители на большее количество акций, чем подлежит размещению, то возникает ситуация дополнительной подписки. Обычно в сообщениях прессы указывается степень этой превышающей подписки.

Существует также проблема принятия решения о том, кому и сколько продавать акций: распределение (*allocation, allotment*). Здесь многое зависит от политики компании и от степени

подписки сверх предполагаемой суммы. Может быть принято решение о **жеребьевке (ballot)** среди всех участников, какую бы заявку они ни подавали. Или те, кто подал заявку на более крупное количество акций (скажем, свыше 100 000), могут снизить свои заявки, скажем, до 10% от того количества, которое они запросили. Те, кто обратился за количеством акций меньше 100 000, могли бы получить по 100 акций или могли бы участвовать в жеребьевке, где счастливицы могли бы получить по 300 акций, а остальные ничего. Принятие того или иного решения зависит от количества акционеров, которое захочет получить компания и ее спонсоры (крупные первоначальные приватизационные предложения со стороны правительства для компаний, подобных *British Gas*, как правило, предлагали такую структуру, которая благоприятствовала бы мелким инвесторам).

Гарантирование размещения эмиссии (андеррайтинг)

Большинство публичных размещений являются **гарантированными (underwritten)**. Это означает, что крупные инвесторы, в частности институты, соглашаются за комиссионное вознаграждение купить все акции, которые не купила публика, если размещение собрало **недостаточную подписку (undersubscribed)**. Продавцы — компания или ее первоначальные акционеры имеют, таким образом, гарантию получения своих денег. Инвестиционный банк, спонсирующий эмиссию, получает комиссионные (процент стоимости акций в размещении) и выплачивает часть его **субгарантам (sub-underwriters)** — инвесторам, которые согласились взять максимальное количество акций, если это потребуется. **Гарантийные комиссионные (underwriting fees)** являются полезным источником дохода для инвестиционных банков и инвестирующих институтов. Сити не любит размещений на тендерной основе (которые никогда не являются гарантированными).

Для гарантов и субгарантов ситуация, когда от них требуют выкупить акции, является необычной. Но если публичное размещение не набирает достаточной подписки и неразмещенная ее часть **остаётся за гарантами**, вы можете встретить в прессе ссылки на то, что акции **нависают над рынком (overhanging the market)**. Это может означать, что те гаранты, которые были вынуждены забрать больше акций, чем они хотели, захотят их продать (**облегчить свои пакеты, lighten their holdings**). Цена акций вряд ли возрастет до тех пор, пока не будут проданы акции, нависающие над рынком, и не окажутся в **твердых руках (firm hands)** — у инвесторов, которые хотят ими владеть.

Для наиболее драматического случая **неудачной эмиссии (issue flop)** нам надо вернуться обратно в 1987 г. к продаже правительст-

вом пакета акций в £7,2 млрд компании *British Petroleum* в октябре того года. С технической точки зрения это не была новая эмиссия, так как акции *BP* уже котировались на фондовой бирже. Скорее правительство избавлялось от своей собственной доли акций в компании посредством **вторичной эмиссии (secondary issue)**. Но этот выпуск совпал и, возможно, даже помог вызвать кризис на фондовом рынке в этом месяце. Когда цены акций на фондовом рынке упали ниже цены размещения, большинство акций осталось у гарантов и субгарантов, которые понесли большие убытки. Они бы пострадали еще больше, если бы Банк Англии, по существу, повторно не гарантировал частично оплаченные акции, предложив выкупить их по цене 70 пенсов, первый случай государственной субсидии для частных компаний по работе с ценными бумагами Англии и Северной Америки. И как отражение финансовой искушенности (или соответственно простоты) британской публики, свыше четверти миллиона человек подали заявки на приобретение государственных акций в *BP* по цене размещения, даже когда стало ясно, что акции *BP* могут быть приобретены по более низкой цене на фондовом рынке.

Иногда, как и в случае с *BP*, гаранты размещения отработывают каждый пенни своих комиссионных. Долгое время раздавалась критика системы гарантированного размещения в Сити, хотя, возможно, она больше касалась гарантированных эмиссий уже существующим акционерам по льготным ценам (см. главу 9), чем новых выпусков. Стандартные комиссионные обычно составляли 2% выручки от эмиссии и были, как утверждали критики, результатом картеля. Эти комиссионные недостаточно учитывали различную степень риска в разных эмиссиях. Сторонники данной системы утверждали, что ценообразование на акции эмиссии должно помочь устранить фактор риска, но они были вынуждены отступить и согласиться с более сложным процессом назначения комиссионных.

Расписание публичного размещения

Спонсоры публичного размещения хотят, чтобы прошло как можно меньше времени между фиксированием цены эмиссии и получением заявок. Они оказываются в уязвимом положении, если рынок в этом промежутке времени падает — как в случае с выпуском акций *BP* — и размещаемые акции соответственно выглядят переоцененными.

В случае крупных эмиссий для главных инвесторов и прессы обычно предлагается **предварительный проспект (pathfinder prospectus)** за несколько дней для эмиссии. Он содержит рассказ о компании и предлагаемом размещении, так что инвесторы могут их оценить, но оставляет пустым место для существенной

информации о цене, предполагаемой доходности и коэффициенте РЕ. Эта информация появляется только перед официальной публикацией проспекта. Затем подаются заявки (обычно это дело нескольких дней), и несколькими днями позже объявляется исходное распределение акций.

Документы о количестве полученных акций и необходимости их оплатить (уведомительное письмо, *allocation letters*) как можно быстрее рассылаются удачливым претендентам после того, как принимается решение об исходном распределении акций, а неудачливые заявители получают свои деньги назад. Биржа назначает день, когда начнутся официальные сделки с акциями. На практике акции могут торговаться на сером рынке (*grey market*) еще до того, как акционеры получат свои уведомительные письма, или еще до того, когда станет известным исходное распределение. В *Financial Times* цены вновь выпущенных акций временно печатаются в специальной таблице в разделе «Компании и рынки» на странице, озаглавленной *Recent issues: equities* (Новые эмиссии: акции).

Основные выпуски акций, связанные с денационализацией или приватизацией — *British Telecom*, *British Gas* и тому подобные, — работают по более продолжительному расписанию из-за размеров эмиссий и количества неквалифицированных инвесторов, которые они рассчитывают привлечь. Когда на рынок выходят крупные компании, расписание в каждом случае тоже может немного меняться.

Частично оплаченные акции

Большинство акций являются полностью оплаченными (*fully paid*). Другими словами, предполагая, что мы говорим об акциях номиналом в 20 пенсов, продаваемых по 100 пенсов, покупатель или подписчик платит все 100 пенсов за один раз. Но иногда — в основном в приватизационных эмиссиях и в случае некоторых государственных золотообрезных бумаг (см. главу 13) — цена оплачивается в два или несколько приемов. Это означает, что продавец получает свои деньги на протяжении некоторого периода времени, а не единовременной суммой.

Таким образом, когда *XYZ Holdings* выпускает акции на рынок, она могла бы решить продавать свои акции по 100 пенсов, но попросить 30 пенсов сейчас, еще 30 пенсов в течение 6 месяцев, а оставшиеся 40 пенсов в течение года. Когда выплачены только 30 пенсов, акции будут частично оплаченными (*partly paid*). Таблица в FT «Новые эмиссии: акции» показывает сумму, заплаченную за каждую акцию, в колонке «Суммы выплаченные» (*Amount paid*) (в пенсах). Обычно полностью оплаченные акции помечаются «FT», но не в каждом случае.

RECENT ISSUES: EQUITIES

| Issue price | Am't paid up | Mkt. cap (£m) | 2000 High | Low | Stock | Close price p | +/- | Div | Div cov | Yld | P/E |
|-------------|--------------|---------------|-----------|------|----------------------|---------------|-----|-----|---------|-----|-----|
| 123 | FP | 7.02 | 125½ | 107½ | 1Basepoint | 107½ | | | | | |
| 6 | FP | 23.8 | 14% | | 12 1BrainDocx.Com | 14% | | | | | |
| 9 | FP | 44.6 | 131½ | 110½ | 16SoftB | 122½ | | | | | |
| 570 | FP | 14.3 | 75½ | 52½ | †Clapserv.com | 59 | +6½ | | | | |
| 160 | FP | 1.400 | 190 | 165½ | ‡EGG | 171 | | | | | |
| 2 | FP | 3.25 | 3¼ | 3¼ | †Harrogate | 3¼ | | | | | |
| - | FP | 8.85 | 38 | 28 | †I Feel Good | 28 | -4 | | | | |
| - | FP | 501.2 | 358 | 205 | Intec Telecom | 337½ | -1 | | | | |
| 95 | FP | 25.7 | 141 | 97½ | †Investive Leisure | 126½ | | | | | |
| 150 | FP | 36.5 | 178 | 175½ | †Lok 'n Store | 175½ | | | | | |
| 100 | FP | 11.0 | 108½ | 106½ | †Mellton | 106½ | -1 | | | | |
| \$84 | FP | 67.4 | 102½ | 92½ | †Newsplayer | 102½ | | | | | |
| \$24 | FP | 8.09 | 26½ | 17½ | †Non-League Media | 18 | | | | | |
| \$25 | FP | 2.73 | 30½ | 28½ | †Online Sports & Les | 30 | | | | | |
| \$ | FP | 32.5 | 62½ | 47½ | †Online Travel | 47½ | | | | | |
| \$185 | FP | 382.7 | 318½ | 200 | Orchestream | 313½ | | | | | |
| \$100 | FP | 21.9 | 102½ | 99½ | Quater Gbl En Grd | 100½ | | | | | |
| \$200 | FP | - | 199 | 195 | Do Units | 196 | | | | | |
| 775 | FP | 704.5 | 1002½ | 800 | TeleCity | 995 | +2½ | | | | |
| 25 | FP | 4.34 | 109 | 27½ | †Tolmount | 63½ | -5½ | | | | |
| 50 | FP | 13.6 | 10 | 7 | †Weatherly Intl | 7½ | +¼ | | | | |
| \$ | FP | 0.73 | 2 | ¼ | 100 Warrants | 2 | | | | | |

New issues within the last six weeks. † Alternative Investment Market. § Placing price. * Introduction. For a full explanation of all other symbols please refer to The London Share Service notes. ‡ When issued.

Пример 8.1 Информация о новых эмиссиях. Источник: *Financial Times*

Частично оплаченные акции являются спекулятивными, потому что они обладают высоким левэрижем (*highly geared*). Предположим, инвесторы считают, что цена акций XYZ составляет 130 пенсов: 30 пенсов премия на цену эмиссии в 100 пенсов. При оплаченных 30 пенсах можно было бы ожидать, что акции держатся с премией в 30 пенсов, так что рыночная цена составит 60 пенсов. Это означает, что любой, кому достались частично оплаченные акции за 30 пенсов, на этот момент получает прибыль в 100% на свое вложение, хотя только считается, что они стоят на 30% дороже, чем их цена при размещении. То же самое рассуждение работает также и в противоположном направлении. Если думают, что акции стоят только 90 пенсов по сравнению с эмиссионной ценой 100, то при их оплате всего на сумму 30 пенсов можно было бы ожидать, что их рыночная цена установится на уровне 20 пенсов. В этой точке подписчик потерял треть стоимости своей инвестиции. Трудности с эмиссией BP в 1987 г. усиливались тем фактом, что только 120 из 330 пенсов продажной цены были оплачены немедленно, а стоимость частично оплаченных акций в этот момент сократилась примерно наполовину.

Мошенничество с новыми эмиссиями

Тех, кто подает множественные заявки (*multiple applications*) на приобретение акций в публичном размещении, в лучшем случае отговаривают, а в случае приватизационных эмиссий их запуги-

вают судебным преследованием. Некоторые претенденты, включая несколько не очень известных провинциальных фигур, действительно понесли судебное наказание. Кратная заявка — это когда один человек заполняет несколько заявочных бланков, возможно, с различными именами и адресами, надеясь получить больше акций или увеличить свои шансы на получение большего количества акций. Чаще всего это происходит в случае популярных эмиссий, когда, как считается, будет происходить большая покупка бумаг для спекулятивной перепродажи (*heavily staged*) и когда существует почти верная прибыль в случае начала официальной торговли акциями.

Со стороны эмиссионного банка обычный способ предотвращения множественных заявок в случае публичного размещения состоит в том, чтобы пригрозить, что все посланные чеки будут обращены в наличные. Если податель множественных заявок получил много заемных средств для спекуляции за счет перепродажи эмиссии, он выплачивает высокие проценты до тех пор, пока не получит деньги обратно за свои неудачные заявки. Консервативное правительство в 1980-х и начале 1990-х гг. — возможно, потому что оно продавало государственные активы дешевле их истинной стоимости, чтобы привлечь население к своей версии народного капитализма, — решило, что должен быть установлен предел в размере одной заявки в руки. Вот почему оно одобрило судебное преследование для каждого, кто постарается захватить больше.

Интернет-ссылки

В мире Интернета новые эмиссии часто представляются как первоначальные публичные предложения (IPO). Так что если вы ищете информацию по уже произошедшим или будущим эмиссиям, нажмите кнопку «IPO» или «новые эмиссии» на выбранном веб-сайте. Сегодня множество сайтов содержат информацию под такими заголовками, включая индивидуальные финансовые сайты, сайты брокеров и фундаментальный информационный сайт Хэммингтона Скотта по адресу www.hemscott.net/. Поиск по всей «паутине» по ключевому слову «IPO» выдаст крайне мало подсказок, но большинство информации в реальном времени о новых эмиссиях относится к рынкам Соединенных Штатов. Дело в том, что вы можете посмотреть детали эмиссии. Но это не означает, разумеется, что вам обязательно удастся подписаться на эмиссию. Однако бизнесы, связанные с Интернетом, которые планируют выход на фондовый рынок, часто используют свои веб-сайты для предоставления информации по эмиссии и разжигания интереса инвесторов (там могут даже быть льготные бланки заявок для их клиентов).

Глава 9. Выпустите больше акций — и выкупите акции обратно

Существует старый принцип, закрепленный в английском законодательстве о компаниях, что когда компания выпускает новые акции для привлечения средств, эти акции сначала должны предлагаться существующим акционерам — владельцам бизнеса — традиционно в форме эмиссии для размещения по льготной цене (*rights issue*). Это принцип преимущественного права на вновь выпускаемые акции (*pre-emption rights*).

Данный принцип в определенной степени все еще действует, но в последние годы был подточен со многих сторон. Процесс эмиссии для размещения по льготной цене занимает много времени и довольно громоздкий, утверждают некоторые компании и их консультанты из эмиссионных банков. Компании должны получить возможность свободно пользоваться преимуществами временных окон на финансовых рынках, выпуская акции там и тогда, где и когда они открываются. Компании в Америке имеют значительно больше свободы в этом отношении, и принцип преимущественных прав там мало что значит. Американские компании могут эмитировать акции единичными пакетами для брокерских домов, которые в дальнейшем продадут их через свою рыночную сеть. Утверждается, что такое размещение акций для компании быстрее и дешевле. А те, кто делают подобные заявления, часто представляют банки и брокерские дома, которые больше всего заработали бы от такого метода распространения акций.

Но здесь существует парадокс. Как процедура может быть хороша для компании, если она не хороша для ее акционеров, которые владеют самой компанией? Отголоски этих споров время от времени появляются в финансовых колонках газет. В целом крупные инвесторы — страховые компании и пенсионные фонды — будут жестко отстаивать систему, которая дает существующим инвесторам первоочередное право на приобретение акций. Но они соглашаются на компромисс, позволяя компаниям проводить небольшие эмиссии в обмен на наличные без использова-

ния процедуры преимущественного права. В годовых отчетах компаний вы часто можете увидеть, что они просят своих инвесторов проголосовать за предоставление им полномочий на проведение ограниченных эмиссий для тех покупателей, которые не входят в число текущих акционеров компаний. Это может быть описано как «отказ от использования законных преимущественных прав».

Таким образом, все, что мы говорим о традиционных методах эмиссии новых акций за наличные, должно читаться с некоторой долей осторожности. Право льготного выкупа акций больше не является таким же общепринятым, как было раньше, и размещение между инвесторами (плейсинг), публичное размещение и выпуск новых акций для финансирования поглощения (*vendor placing*) часто смешиваются. Однако именно эмиссии для размещения по льготной цене представляются наиболее существенными для уяснения основных принципов.

Механизм льготной эмиссии

Процедура эмиссии с правом льготного выкупа для существующих акционеров, или просто эмиссия прав (*rights issue*) — слово «прав» появляется из-за того, что существующие акционеры обладают первоочередным правом вложить новые деньги — проходит следующим образом. Компания объявляет, что собирается привлечь определенную сумму средств за счет выпуска и продажи новых акций. Новые акции будут предлагаться существующим акционерам пропорционально количеству уже находящихся у них акций, причем будут предлагаться по цене ниже рыночной цены существующих акций, чтобы предоставить акционерам стимул вкладывать свои деньги в новые выпуски акций. Если они предлагаются по цене ниже существующей на рынке — скажем, за половину рыночной стоимости, — эмиссия будет характеризоваться как эмиссия прав с глубоким дисконтом (*deep discounting*) или как имеющая очень большой *XYZ Holdings* бонусный (*scrip*) элемент (см. ниже в разделе «Бонусная эмиссия»). Но это скорее исключение, чем правило. Дисконты в 20% или больше являются обычным делом.

Этот момент часто вызывает замешательство. Вы натываетесь в прессе на фразы типа «*XYZ Holdings* предлагает своим акционерам одну новую акцию за каждые пять имеющихся по очень благоприятной цене в 200 пенсов по сравнению с рыночной ценой 400 пенсов» или «*XYZ Holdings* осуществляет эмиссию прав на очень благоприятных для инвесторов условиях».

Это кажется совершенным нонсенсом. Акционеры уже и так владеют компанией. Компания не может предложить им ничего,

что им не принадлежит. Цена, по которой предлагаются новые акции, является технической подробностью, при условии, что они предлагаются существующим акционерам. Инвесторы ничего не получают по дешевке. Один пример проиллюстрирует этот момент.

Корректировка цены

Предположим, что *XYZ Holdings*, чьи акции котируются на бирже по 260 пенсов, решает привлечь £40 млн за счет выпуска и продажи 20 млн новых акций по цене 200 пенсов за каждую. Акции предлагаются акционерам в соотношении 2 новые акции на каждые 5 существующих, которыми они владеют (эмиссия прав «две за пять»). На каждые пять акций стоимостью 260 пенсов каждая он может купить две новые акции за 200 пенсов каждая. Средняя стоимость всех акций после эмиссии стала бы для него 242,9 пенса:

| | Пенсы |
|---|-------------|
| 5 существующих акций по рыночной цене 260 пенсов | = 1300 |
| 2 новые акции за наличные по 200 пенсов | = 400 |
| | <hr/> |
| Всего за 7 акций | = 1700 |
| Стоимость одной акции (1700/7) | = 242,9 |
| | <hr/> <hr/> |

При прочих равных условиях 242,9 пенса (для простоты будем считать 243) были бы ценой, по которой акции *XYZ* торговались бы на рынке после льготной эмиссии. Другими словами, рыночная цена была бы скорректирована в сторону снижения, с 260 пенсов до 243. Такое снижение отражает реакцию рынка на тот факт, что новые акции предлагались ниже предыдущей рыночной цены. На практике общий уровень фондового рынка и цены на акции отдельных компаний постоянно двигаются вверх и вниз, так что суммы могут измениться не в точности на такую величину. Но принцип выполняется вполне хорошо.

Из этого следует, что право покупки новых акций по цене ниже рыночной само по себе имеет цену. Вот почему акции должны сначала предлагаться уже существующим акционерам. Акционер, который просто игнорирует льготные эмиссии, понес бы убытки. Первоначально стоимость его 5 акций по 260 пенсов составляла 1300 пенсов. После же корректировки цена уменьшилась до 1215 пенсов (5 акций по цене 243 пенса). На практике, когда акционер не приобретает акции по льготной цене, компания продает его право на покупку новых акций от его имени и пересылает ему вырученные от этой продажи средства.

С правом и без права

Когда компания объявляет о льготной эмиссии, она говорит, что новые акции будут предлагаться всем акционерам, акции которых зарегистрированы в реестре акционеров (*register of shareholders*) компании на такую-то дату. Но поскольку может потребоваться время, для того чтобы покупки и продажи были отражены в этом реестре, фондовая биржа устанавливает свои собственные различные дни отсечения. Всякий покупающий существующие акции на рынке перед этим днем покупает их с правом подписки на новые акции (*cum-rights*). Всякий, кто покупает в этот день или после него, не имеет права на новые акции — оно остается у продавца. Эта дата — день, в который акции переходят в разряд без прав (*ex-rights*) с позиции сделок на фондовой бирже, и, следовательно, это тот день, когда рыночная цена будет корректироваться в сторону снижения — с 260 пенсов до 243 пенсов в нашем примере. После этой даты цена акций в официальном листе котировок фондовой биржи и в газетах будет на время снабжаться пометкой *xr*, чтобы сообщить покупателям, что они не приобретают право подписки на новые акции.

Сделки с правами

Право подписки на новые акции может покупаться и продаваться на рынке почти так же, как и акции, и стоимость этих прав будет примерно равняться цене без права на подписку (цена, которая скорректирована в сторону снижения с учетом этой эмиссии) минус подписная цена на новые акции. В нашем примере право купить за 200 пенсов новые акции, которые будут котироваться на рынке по 243 пенса без прав, будут стоить около 43 пенсов (243–200), хотя технические ограничения могут немного повлиять на нее. Акционеры, которые не хотят вкладывать деньги в новые акции, продадут свои права и останутся с некоторой наличной денежной суммой на руках плюс пропорционально уменьшившаяся доля участия в компании.

Пенсы

| | | |
|--|---|------|
| 5 существующих акций по рыночной цене 260 пенсов | = | 1300 |
| Продажа прав на 2 акции по 43 пенса | = | 86 |
| Остающиеся 5 акций по скорректированной цене 243 пенса | = | 1215 |
| Наличные акции на сумму (с учетом ошибок округления) | = | 1300 |

Сами по себе права являются недолго живущей инвестицией с высокой степенью леввериджа, которая напоминает опцион или

варрант (см. главу 18), и часто привлекательны для игроков. Предположим, цена акции без прав компании XYZ выросла на 10 пенсов с 243 до 253 — рост в 4%. Можно ожидать, что стоимость прав на акции, за которые компания еще ничего не получила, но которые котируются на бирже (*nil paid rights*) (подписная цена на еще не оплаченные акции), вырастет с 43 пенсов до 53 пенсов — рост в 23%. Подобно всякому леввериджу, это работает и в противоположном направлении, и стоимость прав может полностью сойти на нет, если цена акций XYZ пострадает от резкого падения.

В своем разделе «Компании и рынки» FT размещает таблицу предложений прав (*rights offers*), показывающую цены (на техническом языке премии), предлагаемые за права на покупку новых акций. Здесь же публикуется цена, по которой выпускаются новые акции (которая в нашем примере составляла бы 200 пенсов), оплаченную долю этой цены (если такая уже есть — см. главу 8) и самую высокую и самую низкую цену, по которой продавались эти права. Вы можете увидеть, что процентные колебания могут оказаться весьма большими. Обозначение *pm* после цены просто означает, что цена фактически является премией, которую покупатель платит за право подписки на новые акции.

RIGHTS OFFERS

| Issue price p | Amount paid up | Latest Renun. date | 2000 | | Stock | Closing price p | |
|---------------|----------------|--------------------|--------|------|---------------|-----------------|------|
| | | | High | Low | | | +or- |
| 355 | Nil | 25/5 | 157½pm | 41pm | Fairley Group | 41pm | -5 |
| 127 | Nil | 22/5 | 13pm | 1¼pm | JWE Telecom | 2¼pm | +½ |

pm premium

Пример 9.1. Биржевые цены на «права». Источник: *Financial Times*

Цена на новые акции в льготной эмиссии обычно устанавливается значительно ниже рыночной цены, чтобы оставить небольшую возможность для отхода в случае, если цена акции падает в промежуточный период — инвесторы не будут вкладывать деньги за новые акции, если они могут купить существующие акции значительно дешевле на рынке. Тем не менее, чтобы быть уверенным в том, что компания получит свои деньги, эмиссия обычно будет гарантированной — институты соглашаются за комиссионные отдать свои деньги за все акции, которые компания не сможет продать (см. главу 8).

Эмиссии с глубоким дисконтом

Для компании XYZ несущественно, выпускать ли 20 млн новых акций по цене 200 пенсов за каждую или 40 млн акций по 100 пен-

сов. Она все равно соберет £40 млн, в которых нуждается. Если компания установит **подписную цену (subscription price)** 100 пенсов по сравнению с рыночной ценой 260 пенсов за существующие акции, то риск того, что рыночная цена может упасть ниже подписной цены и помешать выкупу новых акций, будет минимальным. Эмиссии прав с глубоким дисконтом, наподобие приведенной выше, не нуждаются в гарантировании и соответственно приводят к значительной экономии издержек. Однако на практике очень немногие компании следуют путем глубокого дисконтирования. Обычно это связано с тем, что существует налоговое неудобство для некоторых акционеров в самом процессе глубокого дисконтирования. Сити, для которого **комиссионные за гарантирование** размещения являются существенным и, как правило, легким заработком, не поощряют глубоко дисконтированных эмиссий.

Когда рыночная цена акции XYZ составляет 260 пенсов, компания не является более или менее «благородной», если предлагает новые акции по 100 пенсов, а не по 200. Вспомните принцип. Компания принадлежит акционерам, и нет ничего, что им можно дать, чем они уже не владеют. Единственная выгода, которую они могут извлечь, возникает тогда, когда при увеличенном размере капитала сохраняется прежний дивиденд на акцию, что аналогично последствиям повышения дивиденда. Это абсолютно другое решение, но его часто путают с собственно эмиссиями прав. Если XYZ заплатила валовой дивиденд 10 пенсов на акцию до эмиссии, то доходность по акциям при цене 260 пенсов составила бы 3,8%. Если она платит такой же дивиденд на акцию после эмиссии прав в соотношении два к пяти по цене 200 пенсов, то доходность при цене без прав 243 пенса выросла бы до 4,1%.

Другие способы эмиссии акций

Как мы видели, льготная эмиссия не умирает, но все более общепринятыми стали другие методы эмиссии новых акций в обмен на наличные. Те из них, о которых вы, вероятно, читали, включают в себя следующие:

- **Прямое размещение среди инвесторов (плейсинг).** Оно работает во многом так же, как прямое размещение, используемое в качестве способа вывода новой компании на рынок (см. главу 8). Выпускаются новые акции, и финансовый консультант компании будет напрямую продавать их ряду инвесторов. Возможно, что акции будут предлагаться по цене немного ниже рыночной цены, но не так далеко, как в случае с эмиссией прав. Иногда все новые акции

могут предлагаться инвесторам на зарубежных биржах. В 1980-х гг. компании и их консультанты часто подавали это как способ выиграть от более широкого географического распределения инвесторов. Это полезно для международного положения компании, утверждали они. На практике иностранные покупатели, которые приобретали акции по цене ниже рыночной, часто быстро продавали их английским инвесторам и оставались с прибылью (процесс, известный как **обратный приток (flow back)**). Ограничения, налагаемые институциональными инвесторами, обычно таким способом позволяли размещение только небольших частей капитала компании, если только не было подписано соглашений о **возврате обещанного (clawback)** для существующих акционеров (см. далее).

- **Размещение и открытое предложение.** Это процесс, который в определенной степени сохраняет принцип преимущественного права и становится все более обычной практикой, используемой вместо льготной эмиссии. Он может быть описан разными способами. Например, новые акции выпускаются и условно продаются (обычно с небольшим дисконтом) крупным инвесторам, в основном институтам. При этом существующие акционеры имеют право купить эти новые акции по той же самой цене вместо них (это называется **возвратной (clawback) особенностью**). Поэтому новые акции окажутся у покупающих институтов только в том объеме, в каком их не купят существующие акционеры. С точки зрения компании итоговый результат такой эмиссии во многом напоминает тот, как и в случае с гарантированной льготной эмиссией. Договоренность с институтами о покупке акций служит той же самой цели, что и общепринятое соглашение о гарантиях: компания знает, что она получит свои деньги. Но заметим, что для акционеров такое размещение не дает того же самого результата, как обычная эмиссия прав. Держатель акций, который не воспользуется своим правом на возврат обещанного, не получает никаких прав для продажи за наличные. Прибыль от новых акций по цене ниже рыночной уходит кому-то еще.
- **Размещение для финансирования поглощения (vendor placing).** Допустим, компания А хочет купить подразделение компании В и хочет использовать для оплаты свои собственные акции. Компания В, с другой стороны, хочет наличные, а не акции компании А. Компания А могла бы, конечно, осуществить обычную льготную эмиссию для старых акционеров, чтобы собрать наличные для платежа

компании В. Но может оказаться быстрее и проще выпустить новые акции на сумму требуемой стоимости для приобретения компании В и одновременно подписать соглашения о покупке всех новых акций институциональными инвесторами за наличные. Это было бы размещение для финансирования поглощения (акции размещаются между институтами от имени продавца). Покупатель, таким образом, платит акциями, но продавец получает наличные. И снова правила институциональных акционеров устанавливают верхний предел на величину сделки, которая может быть проведена подобным образом без предложения новых акций существующим акционерам на основе соглашения о возврате обещанного.

- **Эмиссия евроакций (euroequity).** Компания использует брокерские дома или несколько фирм, торгующих ценными бумагами, чтобы разместить на рынке новые акции, которые она выпускает для инвесторов ряда зарубежных стран через механизмы международных рынков (см. главу 17). Такие операции английских компаний будут ограничиваться правилами преимущественного права.
- **Купленная сделка (bought deal).** Вместо размещения акций среди ряда инвесторов компания может получить предложение о покупке всех акций от инвестиционных компаний или брокерских фирм (securities houses). Инвестиционная компания, предложившая самую высокую цену, заключает сделку и платит за акции наличными, надеясь получить прибыль от их продажи через сеть распространения ряду инвесторов. Это может быть охарактеризовано как «первичная» купленная сделка, и в Британии их использование ограничивается правилами преимущественного права. Но в принципе купленная сделка не ограничивается новыми акциями, которые выпускает компания. Компания, владеющая большим инвестиционным портфелем из акций других компаний, желающая от них избавиться, делает предложение на все из них («вторичная» купленная сделка). Оба вида сделок могут оказаться очень прибыльными для инвестиционных компаний, хотя они также отличаются высоким риском — покупатель мог бы здорово потерять, если бы цена акций упала в период между покупкой этих акций одним блоком и их продажей конечным покупателям. Такая операция требует большого количества капитала — это одна из причин того, почему английские инвестиционные фирмы нуждаются в больших финансовых ресурсах, с тем чтобы быть в состоянии конкурировать со своими американскими соперниками. По-

добные операции возможны только при наличии мощного отдела маркетинга с широкими связями среди инвесторов. Опасность процедуры купленной сделки лежала в основе событий 1990-х гг., когда торговый банк *Kleinwort Benson* заплатил £138 млн (или 99 пенсов за акцию) компании *Burmah Castrol* за ее долю в 29% в *Premier Consolidated Oilfields*, надеясь быстро распродать эти акции с прибылью. Вместо этого цена сильно упала, и *Kleinwort Benson* фактически вышел на цену 78 пенсов за акцию, потеряв на этой операции £34 млн.

- **Эмиссия конвертируемых облигаций на евторынках.** Компании могут выпускать «отсроченные акции» как для международных, так и для отечественных инвесторов посредством эмиссии конвертируемых облигаций через механизмы евторынков (см. главу 17). В прошлом некоторые компании использовали такой ход как средство избежать прав институциональных владельцев на выпуски новых акций. Но лимиты на сумму нового капитала, которая могла быть предложена инвесторам вместо старых акционеров, сегодня применяется к конвертируемым эмиссиям точно так же, как и к прямым эмиссиям акций.

Преимущественные права и правила институциональных собственников

В случае размещения между инвесторами выпуска акций для финансирования поглощения или особенно купленной сделки цена новых акций XYZ, возможно, будет гораздо ближе к рыночной цене, чем в случае обычной эмиссии прав. Но все же она будет содержать небольшой дисконт к установившейся рыночной цене. И именно здесь возникают противоречия. Как мы видели, с позиции собственников неважно, решит ли компания предлагать свои акции по 200 или 100 пенсов до тех пор, пока они предлагаются существующим акционерам. Но если они предлагаются ниже рыночной цены инвесторам, которые еще не являются акционерами XYZ, то ввиду снижения цены акции происходит перелив капитала от существующих акционеров к новым покупателям, что является совершенно другим делом.

Пенсионные фонды и страховые компании являются основными акционерами в большинстве крупных компаний, и им не нравится видеть, как подрывается их право первородства. Поэтому они считают, что большинство или все новые акции, продаваемые с помощью этих способов, должны предлагаться старым акционерам как реализация права на возврат обещанного (clawback) — процесс, который мы уже рассмотрели.

На практике, как мы видели, они должны находить компромиссный вариант. Их правила — которые подкрепляются авторитетом фондовой биржи — утверждают, что компания не может выпускать новые акции за наличные, не предлагая их сначала существующим акционерам, если новые акции составляют больше определенной величины. В 2000 г. правило утверждало, что новые акции, выпущенные для продажи за наличные и проходящие мимо существующих акционеров, не должны прибавлять более 5% к капиталу компании за один год, или больше 7,5% за последовательный трехлетний период, или выпускаться с дисконтом более 5% от рыночной цены. При эмиссии для «финансирования поглощения» институты имеют свои собственные менее ограничительные правила. Так, в 1999 г. лимит на выпуски без права возврата обещанного составлял 10% в год при дисконте не более 5%. Даже при таких уровнях эмиссии за период в несколько лет доли существующих акционеров могли быть значительно размыты. Институциональные инвесторы вряд ли были счастливы от такого развития событий.

Бонусная эмиссия

От нового вернемся обратно к старому. Существует еще один вид эмиссии акций, который должен понимать каждый читатель финансовой прессы: **бонусная эмиссия (scrip issue)**, или **капитализированная эмиссия (capitalization issue)**. Она возникла почти случайно, и является ловушкой для неосторожного человека. На нее иногда ссылаются в прессе (и сами компании) как на **свободную эмиссию (free issue, bonus issue)** — вновь воскрешающую мечту акционеров, получающих что-то из ничего. В случае традиционной бонусной эмиссии это нонсенс, вызванный неправильным пониманием сути происходящего.

Исторический факт состоит в том, что номинальная стоимость акций английских компаний отличалась от других фондовых ценностей, принадлежащих акционерам, и что соответственно сами акции имели **номинальную стоимость (par value)** 5, 10, 20, 25, 50 пенсов и £1 или какую-нибудь еще. Эквивалентная единица **обыкновенной акции (common stock)** в американской компании могла не иметь номинальной стоимости.

Бонусная эмиссия, или эмиссия капитализации, в Великобритании — это процесс, посредством которого компания превращает часть своих накопленных **резервов** в новые акции. Предположим, акции компании ABC на рынке стоят 800 пенсов, а **средства акционеров** выглядят следующим образом:

| | £ (млн) |
|---|---------|
| КАПИТАЛ В ФОРМЕ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ (акции номиналом 20 пенсов) | 100 |
| РЕЗЕРВЫ ПО СЧЕТУ ПРИБЫЛЕЙ И УБЫТКОВ | 600 |
| РЕЗЕРВЫ ОТ ПЕРЕОЦЕНКИ | 300 |
| СРЕДСТВА АКЦИОНЕРОВ | 1000 |

Поскольку компания накопила большие **резервы по счету прибылей и убытков** (также известные как **резервы, созданные за счет доходов**) за счет реинвестирования прибыли на протяжении ряда лет, £100 млн акционерного капитала мало что говорят об общей величине доли акционеров в компании. Кроме того, когда росли прибыли, росли и цены акций до уровня, который составил 800 пенсов за акцию — **тяжелый (heavy)** по английским стандартам. Великобритания поддерживает традицию единиц с менее крупной стоимостью, и считается, что акции становятся более легко **обращаемыми (marketable)** (их легче купить и легче продать на фондовой бирже), когда цена поднимается до £10 или около того.

Поэтому ABC могла бы принять решение конвертировать часть своих резервов в новые акции. Предположим, что компания решила использовать на эти цели £100 млн резервов по счету прибылей и убытков. Она выпускает новые акции на номинальную сумму в £100 млн (500 млн акций, так как номинал одной единицы 20 пенсов) и использует £100 млн из резервов, чтобы их **полностью оплатить**. Новые акции распространяются среди старых акционеров (в этом случае в соотношении один к одному), и после этой операции средства акционеров выглядят следующим образом:

| | £ (млн) |
|---|---------|
| КАПИТАЛ В ФОРМЕ ОБЫКНОВЕННЫХ АКЦИЙ (акции номиналом 20 пенсов) | 200 |
| РЕЗЕРВЫ ПО СЧЕТУ ПРИБЫЛЕЙ И УБЫТКОВ | 500 |
| РЕЗЕРВЫ ОТ ПЕРЕОЦЕНКИ | 300 |
| СРЕДСТВА АКЦИОНЕРОВ | 1000 |

Все, что произошло, так это уменьшение на £100 млн одной статьи (резервы по счету прибылей и убытков) и увеличение другой (капитал в обыкновенных акциях). Это чистая и простая **бухгалтерская сделка**, и она никак не влияет на стоимость доли акционеров в компании и не приносит деньги компании. Средства акционеров остаются равными неизменившейся сумме £1000.

Коррекция цены для бонусной эмиссии

В нашем примере акционер теперь владеет двумя акциями вместо одной. Но поскольку стоимость компании не изменилась, рыночная цена просто будет скорректирована, чтобы учесть эту эмиссию. Раньше акционер владел одной акцией ценой 800 пенсов. После эмиссии у него стало две акции, которые стоят 400 пенсов каждая. Большое количество акций в эмиссии и менее тяжелая цена могут сделать их немного более пригодными для продажи.

Бонусная эмиссия не обязательно должна проводиться в соотношении один к одному (также о таком говорят как о 100%-ной капитализированной эмиссии). Это может быть десять к одному (10%-ная эмиссия), два к пяти, два к одному и т. д. Сложность в каждом случае состоит в том, что рыночная цена должна приспособливаться к этой эмиссии. Если эмиссия была проведена в пропорции десять к одному, рыночная цена опустилась бы с 800 пенсов до 727,3 пенса. Инвестор начинает с 10 акций по 800 пенсов, в сумме стоящих 8000, а заканчивает с 11 акциями на руках. Деление 8000 пенсов на 11 акций дает цену в 727,3 пенса.

Как и в случае со льготной эмиссией прав, фондовая биржа назначает день, после которого покупатель акций *ABC* на рынке не будет получать право на новые акции, образующиеся в результате бонусной эмиссии, и в этот день цена корректируется в сторону понижения. Вслед за корректировкой после цены акции появляются буквы *xs*, означающие без права на капитализацию.

Хотя сама по себе бонусная эмиссия внешне выглядит как техническая операция, тем не менее она может, как и эмиссия прав, иметь последствия для дохода акционера. Если *ABC* проводит бонусную эмиссию с коэффициентом один к одному и хочет заплатить такое же количество денег в виде дивиденда после эмиссии, то она должна будет наполовину уменьшить дивиденд на акцию. Акционер, который получал 10 пенсов по одной акции, теперь получает такой же доход, но уже по 5 пенсов по каждой из двух акций. Если же *ABC* сохраняет дивиденд в 10 пенсов на акцию, то она фактически вдвое увеличивает выплаты. Время от времени компании повышают свои дивиденды путем выплаты постоянной суммы на акцию, но при этом осуществляя небольшие регулярные бонусные эмиссии с такими коэффициентами, как один к десяти.

Как бонусные эмиссии затрудняют сравнения

При бонусной эмиссии один к одному, когда рыночная цена падает в два раза, нетрудно понять, что происходит, хотя брокеры все же получают звонки от своих клиентов, спрашивающих,

почему их акции ведут себя так плохо. Эмиссию с коэффициентом один к десяти при сравнительно небольшом понижении цены не заметить гораздо легче. Когда отслеживается поведение цены на акции на протяжении нескольких лет, инвестиционный аналитик или журналист должны делать поправку на каждую бонусную эмиссию. Должна корректироваться не только цена. Прибыли и дивиденды за предыдущие годы в расчете на акцию тоже нуждаются в корректировке. Предположим, что *ABC* зарабатывала 25 пенсов на акцию и выплачивала дивиденд в 10 пенсов в тот год, который предшествовал проведению бонусной эмиссии с коэффициентом один к одному, причем цена на акцию была равна 800 пенсам. На следующий год после бонусной эмиссии прибыли на акцию составили 15 пенсов, дивиденд был 6%, а цена акции составляла 550 пенсов. Что реально произошло?

Все цифры предыдущего года должны быть скорректированы с учетом этой новой эмиссии:

одна акция по 800 пенсов равна двум акциям по 400 пенсов;
25 пенсов прибыли на одну акцию равны 12,5 пенса на две

акции;

10 пенсов дивиденда на одну акцию равны дивиденду в 5 пенсов на две акции.

Следовательно, при сравнении результатов деятельности прошлого года с результатами самого последнего года мы сравниваем фактическую, или скорректированную, прибыль на акцию в 12,5 пенса с прибылью последнего года в 15 пенсов, а эффективный, или скорректированный, дивиденд в 5 пенсов — с текущим дивидендом в 6 пенсов. Чистая стоимость активов должна корректироваться аналогичным образом.

Поэтому обсуждение деятельности компании в финансовой прессе усыпано такими словами, как «эффективное», «скорректированное» и «эквивалентное», и отражает эту особенно раздражающую техническую деталь практики работы английских компаний. В теории также должны корректироваться все цифры для льготной эмиссии по цене ниже рыночной, хотя практика может отличаться. Несомненно, глубоко дисконтированные льготная эмиссия для старых акционеров (которые действительно содержат сильные элементы бонусной эмиссии, а также эмиссии для сбора денег) требует внесения поправки.

Менее распространенные формы бонусной эмиссии

Время от времени встречаются еще две необычные особенности процесса бонусной эмиссии. Иногда компании дают своим акционерам право на получение дивиденда в виде бонусной эмис-

сии новых акций вместо наличных денег (**дивиденд акциями, scrip dividend**). Первоначально новые акции выпускались только на величину стоимости чистого дивиденда (дивиденд после вычитания базовой налоговой ставки). Но позднее мы видим **увеличенный дивиденд акциями (enhanced scrip dividend)**, когда компания предлагает дивиденд акциями на более крупную сумму, чем в наличных, с тем чтобы убедить держателей акций выбрать первый из этих двух вариантов получения дивиденда. Но против дивидендов акциями существует ряд возражений. Фактически компания, которая выплачивает большую часть своего дивиденда акциями вместо денег, проводит слегка замаскированную льготную эмиссию, увеличивая свои запасы наличности за счет избежания оттока денежных средств, часто без адекватного объяснения причин. Иногда создается ощущение, что выдача дивидендов акциями связана с плохим управлением денежными средствами, так как компания в этом случае избавляется от необходимости иметь наличные деньги для выплаты ежегодных дивидендов.

Во-вторых, в ряде государственных **приватизационных эмиссий** акционерам, которые оставляли у себя акции на определенный период времени, обещали **бонус за лояльность (loyalty bonus)** в форме бонусной эмиссии дополнительных акций. В этом случае эмиссия действительно обладала ценностью, поскольку она предназначалась не всем акционерам. Те, кто получал дополнительные акции «за лояльность», пропорционально увеличивали свою долю участия в компании за счет других акционеров, которые не попадали под эту программу.

Возвращение денег акционерам

Помимо выпуска новых акций иногда компании выкупают обратно существующие акции. И наравне с привлечением денег иногда они решают вернуть деньги своим акционерам. Эти два действия стали все более привычными в последние годы.

Возьмем сначала **обратный выкуп (buy-back)**. Ранее мы говорили, что капитал в виде обыкновенных акций — капитал компании — представляет собой долгосрочный капитал. Обычно так оно и есть. Обыкновенные акции, в отличие от кредитов и некоторых привилегированных акций, не должны возмещаться. Но компания все же может решить, что в ее интересах уменьшить количество акций в обращении. И она может это сделать или путем покупки их на рынке, или посредством предложения своим акционерам продать часть их пакетов самой компании. В Великобритании акции, которые приобретаются самой компанией, будут аннулироваться, тем самым уменьшая эмитированный акционерный капитал в форме обыкновенных

акций. В Соединенных Штатах компаниям разрешается покупать свои собственные акции и держать их в казначействе компании (**treasury shares**), возможно с последующим повторным выпуском на рынок. Шли разговоры о том, чтобы в будущем позволить английским компаниям поступать таким же образом.

Почему компания хочет выкупить обратно свои собственные акции? Может быть, просто потому, что она сочла свои акции слишком дешевыми, и если она уменьшит их количество, то цена повысится, поскольку инвесторы будут гоняться за меньшим количеством бумаг. Может оказаться так, что компания накопила больше наличных, чем ей необходимо, и хотела бы вернуть часть из них своим акционерам. Часто это хорошая идея, поскольку другим способом освободиться от избытка наличных денежных средств могло бы стать использование их для поглощения других компаний. Проводить поглощения просто потому, что у вас есть лишние деньги, которые жгут вам карманы, редко имеет смысл. Может получиться так, что компания считает свои показатели соотношения собственных и заемных средств слишком большими и что она могла бы работать более рентабельно с меньшим количеством капитала и большим объемом задолженности. Может быть и так, что компания видит возможность улучшения показателя **активов на акцию** или **прибыли на акцию**, если снизит количество акций в обращении.

Возьмем в качестве примера последнюю операцию. Компания имеет чистые активы на сумму £13 млн и в обращении находится 10 млн ее акций. Показатель стоимости чистых активов на одну акцию соответственно равен 130 пенсам, но цена акции на рынке составляет всего 100 пенсов. Поэтому компания решает использовать £1 млн наличных средств, которые у нее есть, чтобы выкупить обратно и аннулировать 1 млн собственных акций. Использование наличности сокращает чистые активы до £12 млн, но количество акций в составе эмиссии уменьшается до 9 млн, £12 млн чистых активов, деленные на 9 млн акций, дают новый показатель чистых активов на акцию в 133,3 пенса — небольшое, но стоящее улучшение.

Поскольку компаниям в Великобритании обычно не разрешается предоставлять финансовую помощь для приобретения своих собственных акций, они должны пройти через довольно длительную процедуру согласования, чтобы проложить себе дорогу для операции по обратному выкупу. Иногда в годовых отчетах компании вы заметите резолюцию для годовых собраний акционеров, в которой содержится просьба к акционерам о предоставлении директорам компании полномочия на **обратный выкуп** ее собственных акций, возможно, вплоть до максимального значения в 10% от выпущенного капитала.

Решение проблемы с возвращением наличных акционерам может осложняться налоговыми обстоятельствами. Наличные обычно рассматриваются как распределение части доходов — другими словами, они могут рассматриваться с точки зрения налогов по аналогии с дивидендом. С отменой авансового корпоративного налога (АСТ) в 1999 г. этот вопрос стал представлять меньшую проблему. Для возврата наличных акционерам в наиболее эффективной форме с позиций налогообложения возникли очень сложные сделки. Один из вариантов включал выпуск бонусной эмиссии нового класса акций для всех акционеров, которые не имели права на голосование или на дивиденды. В дальнейшем эти акции выкупались за наличные самой компанией и аннулировались, оставляя наличные в руках акционеров.

Для компании гораздо проще вернуть наличные акционерам просто путем выплаты **специального дивиденда** в дополнение к обычному промежуточному и окончательному дивидендам. Этот специальный дивиденд, вероятно, будет значительно больше, чем обычный ежегодный дивиденд, и, поскольку он однократный, он не будет учитываться при расчете доходности по акциям.

Интернет-ссылки

Для получения статистической информации о последних эмиссиях (как новых компаний, которые вышли на рынок, так и дальнейших эмиссий существующих компаний) вы можете обратиться к ежемесячному *Бюллетеню первичного рынка (Primary Market Fact Sheet)* Лондонской фондовой биржи на сайте www.londonstockexchange.com. Информация по требованиям институциональных инвесторов для эмиссий акций находится на сайте www.ivis.computasoft.com/.

Глава 10. Покупатели, жертвы и законники

Поглощения (takeovers) — это варенье на бутерброде обычного инвестиционного бизнеса. Когда компания А делает предложение о приобретении компании В, оно почти всегда будет делаться по цене, которая выше той, которую получает компания В за свои достоинства на рынке. Следовательно, существуют немедленные прибыли для акционеров компании В. Более того, **рыночные профессионалы** испытывают широкую заинтересованность в поглощениях. Они порождают более высокие объемы торговли, а активность является источником жизни брокеров и маркетмейкеров. Они приносят высокие комиссионные для **инвестиционных банков**, которые консультируют компании, вовлеченные в сделку поглощения. Кроме того, существуют побочные выгоды для аудиторов, нотариусов и других профессионалов, задействованных в сделке. Сипи испытывает очень серьезную заинтересованность в высоком уровне деятельности в области слияний и поглощений и будет жестко сопротивляться попыткам их ограничения.

В целом «англосаксонские» экономики (к которым относятся Великобритания, США, Канада и Австралия) работают в условиях системы решения вопросов контроля над предприятиями, основанной на фондовом рынке. Другими словами, одна компания может попытаться получить контроль над другой через фондовый рынок, с согласия или без согласия компании-жертвы обращаясь напрямую к ее акционерам. Каждый имеет право, заплатив небольшие деньги, получить доступ к списку акционеров. Слабые или плохо управляемые компании, как говорит теория, будут приобретаться более сильными и лучше управляемыми структурами. Многие страны традиционно действовали в рамках других систем, где поглощения обычно согласовываются между самими компаниями или их главными акционерами. Например, в Японии и Германии **враждебные поглощения (hostile takeover bids)** были практически неизвестны. Но конец 1990-х гг. продемонстрировал взрыв активности в области поглощений и слияний, большинство из которых выходили за рамки национальных границ, когда отрасли промышленности преобразовывались в более крупные и более интернациональные экономи-

ческие единицы. В ходе этого процесса основанная на рынке система принятия решения о том, кто должен контролировать компании, выдвинулась на передний план.

Столкновение культур очень четко проявилось в ноябре 1999 г. во время самого крупного в мире поглощения на тот момент: «непрощеное» предложение на сумму £77 млрд от английской группы в области мобильной связи *Vodafone AirTouch* за немецкую группу *Mannesmann*. Не только сама немецкая группа закричала о «нечестной игре», в дело вступил сам канцлер Германии, заявляя, что враждебное поглощение разрушит культуру управления компании, которая в Германии включала представительство рабочих в совете директоров. Было удивительно видеть, как один из основных сторонников единого европейского рынка так сильно сопротивляется рыночным методам.

Конец тысячелетия показал не только высокий уровень активности в области поглощений, но и направления изменений в отношении политики в области слияний и поглощений Европейский Союз вводил минимальные стандарты практики поглощений для своих стран-участниц. Великобритания с ее давно установившимися саморегулирующимися процедурами в этой области надеялась избежать любого ослабления своих кодексов (см. ниже).

Кто выигрывает от поглощений?

В прессе деятельность в области поглощений освещается на нескольких уровнях. Есть подсказки, связанные с поглощениями: «Покупайте акции XYZ Holdings: вокруг рыщет хищник». Существуют раздутые описания обсуждаемых поглощений, которые могут занимать многочисленные колонки неделя за неделей. А иногда встречаются более продуманные статьи, задающиеся вопросом о том, не вредит ли эта активность в сфере поглощений английской экономике, и разбирают некоторые из наименее желательных тактических приемов при поглощении. Большинство из них достаточно понятны, но все-таки некоторые базовые представления о способах поглощения необходимы.

Сначала возьмем последний вариант. **Деятельность в сфере поглощений (takeover activity)** имеет тенденцию прокатываться волнами и часто достигает своего пика, когда цены на акции уже близки к своему максимуму после продолжительного периода рынка быков, как это было в преддверии конца тысячелетия. В эти моменты предположения о поглощениях могут почти полностью доминировать над мышлением фондового рынка, принимая форму коллективной лихорадки. Каждый ищет жертву следующего поглощения, покупает ее акции и толкает цену вверх. Процесс становится самоподдерживающимся.

Финансовые журналисты заражаются этой лихорадкой, как и все остальные. Помните об этом, когда читаете финансовые страницы: некоторые из комментариев о ценах на акции теряют всякую связь с фундаментальными оценками, которые опираются на дивиденды и способность приносить прибыль.

Как мы видели, общее оправдание поглощений заключается в том, что они повышают эффективность в экономике. Сонные компании поглощаются более активно управляемыми хищниками (**predators**), которые могут получить более высокую отдачу от активов компании. В некоторых случаях это может оказаться действительно так. Но существует мало убедительных свидетельств, если они вообще есть, что поглощения повышают эффективность производства и торговли в долгосрочном периоде. Говоря чисто биржевым языком, акционеры компании, которой делается предложение о покупке, обычно оказываются в лучшем положении после выхода из дела, чем акционеры компании-покупателя, в случае анализа последующей деятельности компании. Однако поглощения могут быть выгодны крупным собственникам английских компаний: **страховым компаниям и пенсионным фондам**. Сталкиваясь с трудностями при попытках положительно повлиять на улучшение состояния менеджмента в компании, в которую они инвестировали свои средства, они могут приветствовать поглощение со стороны активно руководимой компании, которая сделает за них всю работу. Другой стороной этой медали является то, что менеджмент ведущих английских компаний часто сравнивается на основе всего лишь относительных уровней двух разных рыночных цен на акции на конкретную дату.

Оппозиция чрезмерной активности по части поглощений, которая иногда находит свои отголоски на финансовых страницах отечественных изданий, приводит другие аргументы. Угроза поглощения порождает у менеджмента компании краткосрочные настроения. Они не будут осуществлять долгосрочных инвестиций, если эти затраты угрожают снизить прибыли до появления выигрыша. Пониженные прибыли снижают цену акций и делают компанию уязвимой для поглощения. Менеджеры инвестиционных институтов также вынуждены в своей деятельности придерживаться краткосрочной точки зрения. Если они оцениваются за трехмесячный период на основании эффективности инвестиций, то менеджеры будут склонны поддерживать поглощение, которое принесет им краткосрочные прибыли.

Как бухгалтерия запутывает вопросы

Наконец, существует критика того способа, которым результаты слияний в прошлом представлялись с точки зрения бухгалтерии.

Прибыль объединенной группы после завершения поглощения часто представлялась в избыточно розовом свете. В условиях системы бухгалтерского учета поглощений (*acquisition accounting*) такая возможность появлялась в связи с наличием крупных резервов (*provisions*), которые на момент слияния покрывали издержки по реорганизации и даже будущие убытки от деятельности приобретенной компании. Фактически эти резервы рассматривались как вычет из стоимости приобретенных активов. Компания А платила £50 млн за компанию В, активы которой составляли £30 млн. Затем компания А делала резервы в £10 млн на покрытие расходов на реорганизацию и будущих убытков, уменьшая чистую стоимость приобретенных активов до £20 млн. Поскольку компания А заплатила £50 млн за чистые активы стоимостью £20 млн, то она должна была заплатить £30 млн за гудвилл, который немедленно списывался за счет резервов в соответствии с правилами бухгалтерского учета на тот момент. Эти £10 млн резервов никак не влияли на счет прибылей и убытков компании А. Используя эти резервы, она могла бы представить компанию В как делающую свой вклад в прибыль с самого первого дня. Реальное положение дел могло быть таким, что на тот момент компания В могла быть убыточной.

Орган, устанавливающий бухгалтерские стандарты, Совет по стандартам бухгалтерской отчетности (*Accounting Standards Board*) был обеспокоен этими злоупотреблениями, и два последних стандарта бухгалтерской отчетности — *FRS 6* и *FRS 7* — много сделали для их устранения. Сейчас, если компания А хочет создать резервы на покрытие издержек по реорганизации компании В, то эти резервы должны проходить через счет прибылей и убытков объединенной группы после завершения слияния. Резервы же на покрытие убытков будущей деятельности теперь полностью исключены. Таким образом, опубликованные прибыли объединенной группы уменьшаются на величину резервов, и результаты поглощения предстают в более реалистичном свете. Более того, изменился метод бухгалтерского учета для приобретенного гудвилла. Вместо списания за счет резервов он теперь включается в баланс объединенной группы и может ежегодно амортизироваться таким же образом, как и реальные активы (см. главу 5). Данное изменение позволяет показывать прибыль группы за следующий после слияния год в более четком свете и приближает английскую бухгалтерскую отчетность к практике Соединенных Штатов.

Новые правила также серьезно ограничивают использование другого метода бухгалтерского учета поглощений — *бухгалтерский учет слияний (merger accounting)*, который тоже предлагает нереалистичный взгляд на эти процессы. Заметим, что, за исключением этого контекста, слово «слияние» (*merger*) обычно не имеет точного технического значения (см. далее).

Механизм поглощения

Поглощения в Великобритании проходят скорее в рамках формальных правил, чем походят на действия во время средневековой битвы. Как и в случае с большинством правил, здесь требуется частый пересмотр деталей, когда возникают новые методы. Мы вернемся к наиболее важным из них позднее, но первое, что надо понять, когда читаешь о любом поглощении, — это то, что в них превалирует форма корпоративной демократии. Компания А получает контроль над компанией В путем убеждения владельцев по меньшей мере 50,01% акций компании В проголосовать за продажу акций или согласиться с предложением. Если компания уже владеет какой-то частью акций компании В, может потребоваться меньше голосов, чтобы добраться до магической контрольной точки. Большинство компаний имеет структуру капитала, в которой одной обыкновенной акции соответствует один голос, так что на практике компания А обычно должна получить всего 50% акций компании В.

В рамках общего правила существуют многочисленные перестановки. Первое, что надо искать в сообщении прессы, — это то, что является ли предложение принятым, отвергнутым или оспоренным.

- Директора компаний А и В могли встретиться и решить, что объединение представляет интерес для обеих сторон. В этом случае предложение о покупке компании В будет одобрено, хотя это не гарантирует, что оно окажется успешным. Ведь последнее слово все-таки остается за акционерами, а не за директорами. На одобренное между двумя компаниями предложение часто ссылаются как на слияние (*merger*).
- Компания А может объявить, что она делает предложение о покупке компании В, и директора компании В могут решить, что они попытаются побороться против этой заявки. В этом случае она является отвергнутой (*defended*) или оспоренной (*contested*). Она явно враждебная (*hostile*).
- В одно и то же время две или несколько компаний могут сделать предложение о покупке компании В, которая, возможно, не хочет быть купленной ни одной из них, или могла бы принять предложение от компании С вместо предложения компании А. Тогда предложение будет называться оспоренным (*contested*). Компания, получившая неблагоприятное для нее предложение о покупке, часто ищет белого рыцаря (*white knight*) — альтернативного покупателя, который устраивал бы компанию и мог бы вытеснить ее из тисков компании А.

Хотя директора компании, которая подала заявку на приобретение, должны действовать в лучших интересах своих акцио-

неров, было бы неправильно предполагать, что они полностью игнорируют свои собственные интересы. Покупатель, который предоставит им возможность поле поглощения сохранить свои рабочие места, может оказаться для них более привлекательным, чем тот, кто хотел бы заменить их своими собственными менеджерами. С другой стороны, директора, которые уходят со своих постов после поглощения, часто увольняются вместе с выплатой им больших денежных сумм — **золотые рукопожатия (golden handshakes)** — в виде компенсации за досрочное расторжение их трудового договора (см. главу 12).

Формы предложения

Когда компания А делает предложение о приобретении компании В, у нее есть несколько возможностей. Она может сделать:

- **наличное предложение (cash offer)**. В этом случае она просто предлагает определенную сумму денег за каждую акцию компании В. Акционеры компании В, которые решают согласиться на это, в дальнейшем не имеют никакой доли в объединенной группе. Данное согласие на предложение рассматривается так же, как если бы акционеры продали свои акции на фондовой бирже за наличные, и соответственно они могут со своими прибылями попадать под действие **налога на прирост капитала (Capital Gains Tax)**;
- **бумажное предложение (paper offer)**. Компания А предлагает обменять в определенной пропорции свои акции на акции компании В. Это также называется **предложением об обмене акциями (share exchange offer)**. Компания А могла бы предложить три свои акции за каждые 5 акций компании В. Если акции компании А стоят на бирже 360 пенсов, это присваивает каждой акции компании В стоимость в 216 пенсов. Иногда предложение о покупке может представлять собой смесь бумажного и наличного предложений.

В случае бумажного предложения компания А могла бы предложить обменять на акции компании В какой-то другой вид ценных бумаг. Например, она могла бы предложить за каждые номинальные 216 пенсов компании А конвертируемую 6%-ную облигацию за каждую акцию компании В, снова оценивая их в 216 пенсов, если конвертируемая облигация стоит свой номинал (здесь могут быть приведены определенные возражения). Или она могла бы предложить смесь конвертируемых облигаций и акций или возможность выбора между этими двумя видами бумаг. Когда условия предложения о покупке становятся очень сложными, включающими редкие и причудливые виды ценных бумаг, эти бумаги иногда называются «**фантики**»

(funny money) (см. глоссарий). Когда компания в случае успешного поглощения выпускает свои акции в больших количествах, иногда пресса говорит о них как об **обертках (paperchase)** или отзывается как об **обоях (wallpaper)**.

В случае бумажного предложения согласие акционеров компании В с точки зрения налогов не считается продажей ими акций. Но они могут попасть под действие налога, если в дальнейшем продадут ценные бумаги компании А, которые они получили при обмене.

Заметим, что при любом бумажном предложении стоимость акций компании А на бирже определяет стоимость предложения за каждую акцию компании В и, следовательно, шансы на успешность предложения о покупке. Поэтому у компании А есть все стимулы поднимать цену своих акций и ее дружеские и дочерние предприятия могут помочь увеличить эти шансы, покупая ее акции, чтобы **поддержать (support)** цену (см. далее).

В случае бумажного предложения покупатель часто устанавливает продажную стоимость своей заявки посредством механизма **гарантированного размещения (андеррайтинга)** тех акций, которые он предлагает. Рассмотрим предложение об обмене акциями, которое мы разбирали ранее. Компания А предлагает три свои акции за каждые 5 акций компании В. При цене на акции А 360 пенсов акции В оцениваются в заявке в 216 пенсов. При этом компания А договаривается с рядом институтов, чтобы те согласились выкупить любые новые акции, которые она предложит, скажем, по 340 пенсов наличными. Если получатель захочет их продать, то, возможно, она предложит 340 пенсов в качестве выкупа из своих собственных ресурсов. Поэтому акционер компании В, который согласился на предложения компании А, знает, что он сможет получить 340 пенсов за акцию компании А, что дает ему **гарантированную наличную стоимость** для заявки в 204 пенса за акцию компании В (340 пенсов, умноженные на 3, равны 1020 пенсов за пять акций В, или 204 пенса за одну акцию). Если цены акций компании А после этого предложения останутся высокими, для акционера компании В было бы лучше, если он хочет получить наличные, взять акции компании А и продать их потом на бирже.

Рыночная покупка

До сих пор мы предполагали, что поглощение влекло за собой простое обращение компании А к акционерам компании В за пределами фондового рынка. Но во многих случаях компания А будет также использовать и биржу. Она, возможно, получит часть компании В через покупку акций на бирже, прежде чем сделать

формальное предложение. Или, когда предложение уже сделано, она повышает свои шансы на успех за счет покупки акций на рынке — акции, которые она приобретает с помощью рыночных покупок, в дальнейшем могут быть собраны вместе с принятыми предложениями со стороны акционеров компании В, чтобы добиться заветной цифры, позволяющей контролировать компанию.

Но существуют определенные правила, которые определяют порядок рыночных покупок во время подачи предложения о поглощении (см. ниже), и компания А должна соблюдать осторожность. Совершая покупки на рынке, она может повысить цену на акции компании В, что может затруднить или сделать более дорогим получение контроля над компанией.

Правила игры

На протяжении более трех десятилетий порядок в сфере слияний и поглощений поддерживает **Комитет по слияниям и поглощениям (Panel on Takeovers and Merges, Takeover Panel)**, который использует Кодекс Сити по правилам слияний и поглощений (**City Code on Takeovers and Merges, Takeover Code**). Комитет по слияниям всегда был неофициальным органом, в совет которого входили представители ведущих институтов Сити, хотя сегодня он обладает поддержкой Управления по финансовому надзору и соответственно новым набором санкций, которые он может применить в случае необходимости. В целом это один из лучших примеров **саморегулирования** в действии. Работая на постоянной основе, этот Комитет может давать быстрые оценки спорных моментов, возникающих в процессе слияния, и они в целом с уважением принимаются задействованными сторонами. После Большого удара среди спорщиков усилилась практика привлечения своих юристов, с тем чтобы вместе с ними обсуждать возникающие противоречия в Комитете, но юридических отводов по решениям Комитета по слияниям и поглощениям было очень мало. Определенные аспекты слияний и поглощений прямо или косвенно регулируются также **Законами о компаниях (Company Acts)**.

Большинство стран Европейского союза в прошлом имели менее развитую систему контроля над слияниями и поглощениями, чем в Великобритании. Директива 13 Закона о компаниях ЕС старается ввести правила, которые должны действовать для всех стран — членов Союза. Первоначально предполагавшаяся как подробная директива, она эволюционировала в направлении каких-то мягких рамок для регулирования поведения в области поглощений и слияний и поэтому стала напоминать слабое общепринятое правило. Частично это получилось из-за того, что большинство

стран — членов ЕС приняли свои собственные законодательства в области слияний за время обсуждения и подготовки Директивы. Но тем не менее, когда эта Директива получила силу закона, Британия была обязана перевести свое собственное управление деятельностью в области слияний на законодательную основу. Многие рассчитывают на то, что могло бы быть принято такое законодательство, которое просто передает ответственность за эту сферу в руки неправительственной организации, т. е. Комитета по слияниям и поглощениям. Это позволило бы сохранить существующую гибкость, одновременно продолжая вводить более жесткие стандарты, чем требует Директива. Однако существуют опасения, что если право окончательной апелляции в FSA будет встроено в эту систему, в некоторых случаях может снизиться привычная скорость принятия решений.

Кодекс по слияниям и поглощениям расширялся на протяжении последних десятилетий, пополняясь отдельными положениями, которые получили всеобщее применение. Вы не должны помнить все особенности этих сделок, читая отчет прессы о поглощении. Правила могут играть важную роль в случае оспаривания предложений о слиянии, поэтому общее понимание принципов поглощения, которые относительно просты, является полезным.

Основополагающим подходом Комитета по слияниям и поглощениям является принцип равенства прав всех акционеров, когда одна компания пытается получить контроль над другой. Это идеальный совет, который способствует устранению по крайней мере некоторых из наиболее тяжелых злоупотреблений. В старые дни жизни в джунглях, когда Комитета еще не было, одна компания могла заплатить высокую цену за контрольный пакет другой компании, но не сделать никакого предложения **миноритарным акционерам**, которые оставались на улице. Те, кто был ближе всех к рынку, имел лучшие шансы узнать, что происходит, и продать акции по более высокой цене. Поэтому большинство правил Кодекса связаны с тем, чтобы предотвратить переход контроля над компанией из рук в руки, прежде чем все акционеры смогут понять, что происходит.

Спусковые крючки

Когда компания покупает акции другой компании, это может привести к действию **спусковых крючков (trigger points)**, которые повлияют на его последующие действия.

Компания, которая подучила 30% акций другой компании, обязана сделать предложения на все акции приобретаемой компании, если только иное специально не оговорено Комитетом. Вот почему 30% подталкивают в сторону **эффективного (фактического) контроля (effective control)**: кому-то другому трудно пре-

тендовать на получение эффективного контроля, когда одна сторона имеет долю такого размера. Поэтому за приобретением доли участия в 30% обычно следует **обязательное предложение о покупке (mandatory bid)**. В прессе вы часто можете видеть, что одна компания приобрела 29,9% в другой компании: как раз немного ниже того уровня, который спускает крючок.

Когда компания А приобретает долю в 30% в компании В, цена, которую она предлагает остальным акционерам, должна обычно быть по крайней мере такой же высокой, как самая высокая цена, которую за нее заплатили в предыдущем году. Если в ходе подачи предложения она покупает акции компании В по цене выше стоимости, указанной в предложении о слиянии, она должна будет поднять свою предлагаемую цену. При добровольной заявке, если претендент приобретает (или не приобретает) 10% или больше голосов на протяжении предыдущих 12 месяцев, предложение о слиянии должно будет включать вариант с оплатой наличными по самой высокой цене, выплаченной за эти 12 месяцев. При добровольной заявке, когда эти 10% не были приобретены, заявка должна делаться на условиях, по крайней мере, столь же благоприятных, как самая высокая цена, выплаченная за предыдущие три месяца.

Существуют также оговорки, устанавливающие предел скорости, с которой компания А может приобретать акции на рынке, прежде чем она объявит о намерении фирмы сделать предложение о слиянии. За некоторыми исключениями, не разрешается покупать более 10% голосующих акций жертвы в течение 7 дней, если это приведет к увеличению пакета свыше 15% общего числа голосующих акций. Когда компания переходит рубеж 15% в любой компании, она должна известить об этом фондовую биржу и затронутую компанию. Эти правила дают директорам компании В передышку, на протяжении которой они могут посоветовать своим акционерам, продавать им акции или нет (и если нет, то почему), и позволяет мелким акционерам, как и профессиональным инвесторам, которые находятся близко к рынку, решить, стоит ли воспользоваться преимуществом цены, которую предлагает компания-хищник. «Рейд на рассвете» (*dawn raid*) — это ситуация, когда компания внезапно скупает на бирже до 15% акций другой компании за очень короткое время. Другим способом быстрого приобретения крупного пакета акций, хотя и менее обычным, является тендер для акционеров по продаже акций, пока их не наберется максимально допустимое количество.

Условия должны соблюдаться

Реализация предложений о поглощении и слиянии обусловлена рядом факторов. Прежде всего, предложение о слиянии теряет

свою силу, если его условия не выполняются. Наиболее важными условиями являются те, которые связаны с **принятием предложения (acceptances)**. Обычно заявка теряет свою силу, если претендент не набирает больше 50% акций своей жертвы. Между 50 и 90% он имеет право на отклонение заявки или объявление ее **безусловной (unconditional)** — за исключением случая обязательного предложения о покупке, когда при пакете в 50% предложение должно делаться безо всяких условий. Выше 90% заявка должна становиться не ограниченной никакими условиями. **Законы о компаниях** позволяют претенденту приобретать оставшиеся акции в **принудительном порядке (compulsorily)**, когда у него уже есть свыше 90% акций компаний, на которые она претендует.

Другое выдвигаемое условие, встроенное в процесс слияния (поглощения), заключается в том, что претендент должен отзывать заявку, если она относится к компетенции **Комиссии по конкуренции** (бывшей **Комиссии по монополии и слияниям**) или антимонопольных органов Европейского союза. Если от нее потребуют это сделать, то предполагаемое слияние будет расследовать Комиссия по конкуренции. Она может выступить против него обычно на том основании, что слияние будет серьезно угрожать конкуренции. Вне зависимости от результатов ее расследование задерживает слияние на срок более шести месяцев, и лишь немногие потенциальные хищники согласны ждать так долго. **Управление добросовестной конкуренции (Office on Fair Trading)** решает вопрос о том, относится ли конкретное предложение о слиянии к ведению Комиссии по конкуренции, хотя последнее слово остается за министром по делам промышленности. Политика в этой области не всегда остается полностью ясной.

Существует также два важных спусковых крючка для **раскрытия информации о составе акционеров** другой компании (значительная ее часть также используется и вне сделок по слиянию). Любой человек или компания, приобретающие 3 или больше процентов акций другой компании (этот спусковой крючок обычно составляет 5%), должен сообщить о своем пакете компании. Вы часто будете видеть в прессе ссылки на тот факт, что одна компания приобрела больше 3% другой компании, что, возможно, представляется автором статьи как прелюдия к возможной подаче заявки. Вслед за делом *Guinness* (см. далее) Комитет по слияниям и поглощениям ужесточил свои правила, требуя раскрытия информации по сделкам, которые привели к появлению доли участия в соответствующих компаниях в размере всего 1% или которые привели к изменениям в долях участия свыше 1%, когда объявлено предложение о слиянии.

Иногда в прошлом, когда компания А хотела подготовить основания для подачи заявки на слияние с компанией В, она убеждала своих друзей, компании С и D, покупать акции ком-

пании В, фактически складирова (warehousing) их от ее имени. В наши дни компании А, С и D рассматривались бы как действующие совместно (acting in concert) (или их объявили бы активно сотрудничающей стороной (concert party)) и приобретаемые ими пакеты акций складывались бы вместе для целей раскрытия различной информации и определения спусковых крючков. На практике может быть трудно доказать, что стороны действуют совместно, особенно когда настоящие собственники акций скрываются за иностранными номинальными названиями. Подобная деятельность также может быть признана криминальной инсайдерской торговлей (insider trading).

Поддержка цен на акции

Мы уже видели, почему для компании-агрессора важно поддерживать цену своих собственных акций, если она предлагает в качестве оплаты своего предложения акции. Но существуют пределы — по меньшей мере, в теории — оказания подобной поддержки цен на акции.

Во-первых, все партнеры компании-претендента должны сообщать о своих сделках с акциями любой стороны сделки. Наиболее обычным видом партнера являются консультанты из инвестиционного банка и фонды, которые находятся под их контролем.

Во-вторых, любой покупатель — даже если он не является партнером, должен будет объявить о своих акциях, если он пересекает уровень одного из спусковых крючков для раскрытия информации.

В-третьих, сама компания не должна поддерживать цену собственных акций из своих денег. Это определяется положениями Законов о компаниях, в соответствии с которыми компании могут оказывать финансовую помощь в покупке своих собственных акций только с разрешения своих акционеров и в строго определенных обстоятельствах. Этот вопрос был основным в деле компании Guinness (см. далее).

И вновь практика может некоторым образом отличаться от теории. В процессе подачи предложения о слиянии друзья компании А могут попытаться помочь путем покупки акций компании А, чтобы повысить ее цену, и совершать продажи акций компании В, чтобы опустить цену ее акций. В число друзей могут входить дружественные институты, и о них часто отзываются как о клубе болельщиков, или фан-клубе. Предоставляется ли помощь в ожидании будущей благодарности или просто так (в каждом случае компания могла бы рассматриваться как предоставляющая финансовую помощь для покупки своих собственных акций), часто с трудом поддается установлению.

В Соединенных Штатах арбитражеры (arbitrageurs), или арбы (arbs), делали свой бизнес, делая крупные ставки на акции в

ситуациях слияний и поглощений в дни бума 1980-х гг. Иногда они выигрывали просто от покупки акций в компании-жертве и их продажи с прибылью. Менее официально существовали подозрения, что некоторые из них предлагали свои услуги по поддержанию или снижению цены конкретных акций, чтобы помочь или расстроить стремления к слияниям. Хотя арбы никогда не были столь же активны в Великобритании, они часто появлялись в отчетах по делу Guinness (см. далее).

Расписание движения заявки

Чтобы ситуация с заявками не тянулась бесконечно, существует установленное расписание движения заявки (bid timetable). Комитет по слияниям и поглощениям установил лимит времени в 60 дней, пока предложение или ряд предложений остаются в силе, начиная со дня, когда появляются формальные документы. Если претендент не может заполучить контроль в течение этого времени, он должен подождать год, прежде чем предпринять другую попытку. Однако если появляется вторая или последующие конкурентные заявки на поглощение, то они, в свою очередь, также имеют 60 дней и их окончательный срок также становится сроком окончания действия для первой заявки.

Поглощение часто начинается со значительного повышения цены на акции компании-жертвы. Все же, несмотря на все наказания за инсайдерские сделки, нет никаких средств, чтобы заявка о поглощении или слиянии всегда оставалась неизвестной вплоть до ее объявления. Подобное движение цены могла бы объяснить законная покупка акций со стороны потенциального подателя заявки, хотя некоторые будущие заявки рынку не так уж трудно предсказать заранее.

После того как компания А объявит фондовой бирже и прессе, что она делает предложение компании В, как правило, с указанием своих условий компания В, если она сопротивляется, обычно выпускает заявление, описывающее данное предложение как неадекватное и совершенно неприемлемое, и призывает своих акционеров остаться с фирмой.

Некоторое время спустя компания А посылает свой формальный документ о предложении (offer document) акционерам компании В, рассказывая детали о себе и о предложении о поглощении и — в случае бумажного предложения — подчеркивая сильные стороны своего менеджмента (возможно, сомнительную), производственную логику предложения о поглощении и преимущества его принятия. Компания В изучает предложение и выходит с формальным документом об отказе (defence document), разбивающим аргументацию компании А и превозносящим ее соб-

ственные особенности, обычно с помощью прогнозов прибыли и дивидендов и, возможно, переоценки активов.

Залпы такого рода могут раздаваться с обеих сторон несколько раз на протяжении всего периода сделки. Наиболее важные из них доводятся до сведения прессы. К первой дате закрытия предложения компания А должна решить — если она еще не получила контроль над компанией, следует ли ей просто оставить предложение открытым в надежде на дальнейшее принятие предложенных условий, поднять ли цену покупки, если стало очевидно, что нужно предлагать более высокую цену, или **отозвать (lapse)** предложение, если оно не имеет серьезных шансов на успех. Если она отзывает предложение, любое принятое предложение становится недействительным. Предложения могут появляться несколько раз на протяжении сделки. В любой момент могут появляться альтернативные конкурентные предложения о слиянии, что усложняет принятие решения. На всем протяжении компания А и любые ее конкуренты могут покупать акции компании В на рынке, а друзья или партнеры всех участвующих сторон могут поддерживать цены акций своих протеже (такие действия, как мы видели, в целом подлежат доведению до сведения публики). Но на окончательную дату закрытия предложения претендент должен объявить, что предложение является **безусловным (unconditional)** в отношении принятия предложений, заявка проходит, если выполняются другие условия, — или прекратить его действие.

На протяжении периода действия предложения (**offer period**) цена акций компании В на бирже будет давать некоторое представление о перспективах ожидаемого дохода. Если она немного отстает от стоимости последнего предложения, это может означать, что предложение о слиянии окажется успешным. Если цена будет расти, то, возможно, это связано с ожиданиями более высокого предложения, хотя может сложиться так, что компания В оправдывает более высокую цену за свои акции своими собственными достоинствами.

Рынок Соединенных Штатов

Рынок слияний и поглощений гораздо сильнее развит в Соединенных Штатах, чем в Великобритании, как и дозволенные и применяемые тактические приемы. Комитет по слияниям оказался эффективным в деле предотвращения широкого использования в Великобритании некоторых вариантов более сомнительных американских методов, из которых **гринмейл (greenmail)** — форма корпоративного шантажа — является первоочередным примером. Компания покупает большой пакет акций другой компании — потенциального кандидата на поглощение.

Далее она угрожает продать этот пакет акции другому потенциальному поглотителю, если только выбранная компания не выкупит у нее эту долю по завышенной цене. Такое в США возможно благодаря большей свободе компаний в покупке своих собственных акций, которой наслаждаются американские компании.

Отравленная пилюля (poison pill) как метод защиты от поглощения является другим примером американской тактики, который также всплывает в Великобритании, только в более слабых формах. Выбранная компания встраивает в себя какую-то мину, чтобы сделать себя менее привлекательной для претендента. Скажем, она могла бы выпустить новый класс акций, которые автоматически погашаются по более высокой цене в случае успешного поглощения.

Поглощения, проводимые с привлечением заемных средств (**leveraged, geared**), также менее популярны в Великобритании, когда претендентом выступает английская компания, хотя сама идея получила определенную популярность в конце 1980-х гг. и предложения о поглощении с помощью заемных средств по выкупу публичных компаний частными (**public-to-private deal**) снова появились в конце 1990-х. В типичном поглощении такого рода предложение делается с использованием большой доли заемных денег. Получающаяся в результате компания обладает очень высоким показателем левериджа (соотношение собственных и заемных средств) и вынуждена концентрироваться на краткосрочной рентабельности, чтобы быть в состоянии выплачивать процентные платежи (см. главу 11). Иногда такие заявки используют привлечение заемных средств за счет эмиссии **бросовых облигаций (junk bonds)** — облигаций, которые предлагают более высокую ставку процента, но обычно не будут обладать инвестиционным рейтингом, потому что они эмитируются в больших количествах относительно незначительными компаниями.

Мы уже видели, как арбы в конце 1980-х гг. заняли позиции по бумагам, связанным с поглощениями. Но последовавшая серия арестов и судебных разбирательств в США позволила предположить, что их успех основывался больше на **инсайдерских сделках (insiders dealing)** — действиях на основе конфиденциальной информации, часто приобретаемой нечестным путем, чем на успешном предсказании, и их деятельность была значительно ограничена.

Леверидж и площадки для игры на уровнях

Трансграничные сделки по поглощениям обычно совершаются за наличный расчет: в прошлом акции редко были желанным средством платежа за пределами страны своего происхождения, хотя практика меняется вместе с глобальной интеграцией финансовых рынков. Английские компании проводили основные поглощения

и слияния за наличные в Соединенных Штатах, а большинство крупных иностранных предложений о поглощениях английских компаний делаются на условиях расчета наличными. Английские компании, которые становятся объектом враждебного поглощения со стороны иностранных компаний, часто жаловались на недостаток **взаимности (reciprocity)** и **недостаток пространства для игры (level playing field)**: компании-хищники могут защищаться от враждебных слияний в своей стране происхождения, хотя это, возможно, больше зависит от структуры акционеров, местной валюты и практики, чем от специфики законодательства.

Иностранные предложения о слиянии в отношении английских компаний часто отличаются высокими показателями левириджа, а тенденция предложений с использованием заемных средств внутри страны усилилась за счет роста сделок по **выкупу менеджментом своих компаний (management buy-outs)** и **покупкой менеджерами контрольного пакета другой компании (management buy-ins)** (см. главу 11), некоторые из которых были наделены на зарегистрированные на фондовом рынке компании в конце 1980-х гг. и снова в конце 1990-х. Банки, неудовлетворенные поведением цен акций своей акционерной компании или какой-то другой компании, охотно финансируют команды менеджеров, рассчитывая на то, что они могли бы лучше справиться с управлением компанией, выкупив ее и превратив в частную (сделка по превращению публичной компании в частную). Если компания котируется на фондовой бирже, это влечет за собой подготовку предложения для уже существующих акционеров.

Однако несколько сделок с высоким показателем заемных средств подобного рода в 1980-х гг., включая поглощение кухонного и столярного бизнеса *Magnet* и группы супермаркетов *Gateway*, прошли плохо, и потребовались большие инвестиции в основной капитал. Инвестиционный климат в начале 90-х гг. годов не способствовал проведению подобных операций на заемные средства даже при том, что для этого были хорошие рыночные условия. Тем не менее выкупы менеджерами своих компаний сохраняли популярность. Но к концу 90-х гг. значительная часть осторожности улетучилась и цены, предлагаемые за покупку зарегистрированных компаний и превращение их в частные, стали снова выглядеть чрезмерно высокими.

Дело Guinness

Ни один обзор поглощений и слияний не будет полным без упоминания о деле, которое заняло столь много колонок в финансовой прессе с конца 1986 г. и на которое часто ссылаются до сих пор, — это предложение о поглощении на сумму £2,6 млрд со

стороны компании **Guinness**, сделанное в 1986 г. компанией-гиганту по производству виски *Distillers*.

Группа *Guinness*, действующая в области производства напитков, конкурировала с группой супермаркетов *Argyll* за получение бизнеса *Distillers*, которой *Guinness* сделала предложение о слиянии. Предложение компании было сделано в основном в виде акций, и их стоимость — и, следовательно, шансы побить *Argyll* — сильно зависела от цены акций самой группы *Guinness*. Находившаяся ниже 300 пенсов в январе 1986 г., цена акций *Guinness* в один момент пережила значительный рост до более 350 пенсов. Стоимость предложения *Guinness* превзошла стоимость предложения конкурента, и *Guinness* победил.

Разоблачения, которые последовали за назначением расследования дел *Guinness* со стороны **Управления торговой инспекции** в начале декабря 1986 г., ясно показали, что *Guinness* проводилась специальная операция по завышению курса акций группы *Guinness*.

Более серьезными были утверждения, что *Guinness* тем или иным образом использовал свои собственные деньги для компенсации затрат тех, кто в больших количествах покупал его акции и поднимал цену: выплачивал им комиссионные, открывая у них большие депозитные счета или гарантируя покрытие любых убытков, которые они могли бы понести по этим акциям. Выводам Управления торговой инспекции предшествовали отставки и увольнения — как в самой компании *Guinness*, так и в консультировавшем его инвестиционном банке *Morgan Grenfell*. Вскоре против ряда основных игроков были заведены уголовные дела, и трое из них получили тюремные сроки.

Дело *Guinness* было лакомым куском для финансовой прессы и — вместе с заявлениями об инсайдерской торговле по всему Сити — вызвало значительное замешательство в правительстве, которое пропагандировало выгоды от операций на фондовом рынке перед широкой публикой. С тех пор на поле слияний и поглощений было немного серьезных драм, и цинизм населения в отношении Сити и деловых предприятий нашел новые точки приложения: стремительно растущие зарплаты и дополнительные нерегулярные доходы в советах директоров английских компаний.

Интернет-ссылки

Новости о текущих поглощениях и слияниях активно и широко представлены на всех сайтах, предлагающих отчеты о состоянии рынка и финансовые новости (см. главу 23), и сайт *Financial Times* www.ft.com/ является хорошей отправной точкой. Анализ последних событий в области слияний и поглощений (M&A) доступен в целом ряде источников, включая аудиторскую фирму KPMG с ее сайтом www.kpmg.co.uk/ (см. обзоры под рубрикой «Dealwatch»).

Глава 11. Венчурный капитал и выкуп компании менеджерами

Клич «маленькое — это прекрасно» часто раздавался в английском бизнесе на протяжении последних десятилетий. Возникали разные инициативы для финансирования малых компаний и вновь создаваемых предприятий. Некоторые наиболее серьезные общенациональные ежедневные газеты регулярно рассказывают о специфике малого бизнеса.

Для финансирования предприятий в самые первые годы их становления традиционно используются банковские кредиты и овердрафты, а более зрелым компаниям привлекать деньги в долг или собирать акционерный капитал помогает фондовый рынок.

Но между этими двумя моментами находится, как говорят, **разрыв финансирования (financial gap)**. Предприятия, которые слишком велики или слишком быстро растут, чтобы существовать за счет банковского финансирования, но все же слишком малы, чтобы выйти на фондовую биржу, могут столкнуться с нехваткой финансовых ресурсов. В частности, более мелкие предприятия сталкиваются с тем, что им трудно собрать акционерный капитал вместо банковских кредитов.

Выкуп компании менеджерами

Мы уже упоминали такой феномен, как **выкуп компании ее собственными менеджерами (management buy-out, MBO)**. Группа менеджеров внутри, скажем, большой промышленной компании решает, что они хотели бы владеть определенной частью компании, в которой работают, и руководить ею как самостоятельным экономическим субъектом. Компания может согласиться продать часть бизнеса менеджерам, если подразделение, на которое они претендуют, находится на периферии ее основного бизнеса. Или менеджеры могли бы заявить о выкупе отдельных частей компании, когда материнская группа попадает в неприятности и переходит в руки ликвидационной комиссии.

Иногда существующее предприятие приобретается с целью прихода в нее новой управленческой команды, ранее не связанной с теми, кто участвовал в работе этой компании (**management buy-in**). Один из вариантов подобной темы возникает в том случае, когда новая управленческая команда объединяется для приобретения предприятия с действующими менеджерами и работниками компании. Название этой операции — **buy-in management buy-out** — как мы подозреваем, могло быть выбрано в основном благодаря ее обычной аббревиатуре **VIMBO**. Наконец, существуют варианты, когда менеджеры зарегистрированной на фондовой бирже компании принимают решения о том, чтобы стать совладельцами предприятия, которым они в настоящее время управляют от имени публичных акционеров, путем возвращения его в перечень компаний, которые не котируются на бирже, т. е. посредством превращения публичной компании в частную (**public-to-private deal**) (см. далее).

Но во всех случаях, которые мы описали, сами менеджеры редко имеют деньги, чтобы купить работающий бизнес, и им требуется помощь в форме внешнего капитала, а также кредитного финансирования.

Фонды венчурного капитала и капитала развития

Чтобы удовлетворить вышеуказанные финансовые потребности, имеются **фонды венчурного капитала**, или просто **венчурные фонды (venture capital funds)**. Это организации, которые обеспечивают финансирование — иногда представляющее собой смесь акций и кредитов, но чаще одно или другое — для компаний, которые не котируются на фондовой бирже. Поскольку они предлагают финансирование не зарегистрированным на бирже компаниям, капитал компаний такого рода часто называется **частным акционерным капиталом (private equity)**. Многие из венчурных фондов являются дочерними структурами действующих финансовых институтов: клиринговых или торговых банков, страховых компаний или пенсионных фондов. На рубеже тысячелетия в Ассоциации венчурных фондов Великобритании (**British Venture Capital Association, BVCA**), объединяющей организации для подобного рода фондов, насчитывалось около 120 полноценных членов и примерно такое же количество ассоциированных членов (в число последних входили консультанты и компании, для которых венчурные инвестиции не являлись основным бизнесом).

Согласно данным BVCA, английская венчурная индустрия с 1983 г. инвестировала около £35 млрд (из которых £29 млрд были вложены в Великобритании) почти в 19 000 компаний. Толь-

ко в 1999 г. была инвестирована рекордная сумма £7,8 млрд. Поскольку эти показатели в основном представляют собой инвестиции в акции, которые в целом будут приобретаться с использованием заемного капитала, общий масштаб инвестиций значительно выше, и средства, связанные с частным акционерным капиталом, сегодня сравнимы с теми деньгами, которые привлекают зарегистрированные компании на фондовой бирже.

Однако самая крупная венчурная организация в Великобритании имеет более длительную историю, чем BVCA. Это группа 3i (ранее «Инвесторы в промышленность» (*Investors in Industry*)), чье первоначальное венчурное подразделение было известно как Корпорация по финансированию промышленности и торговли (ICFC) и было основано вскоре после завершения Второй мировой войны. В самом начале она полностью принадлежала клиринговым банкам и Банку Англии, но сегодня она зарегистрирована на фондовой бирже и предоставляет большинство видов банковских и финансовых услуг, кроме овердрафтов. В 1999 г. она владела совокупными активами на сумму £5,25 млрд. За все время своего существования эта организация инвестировала более £10 млрд в более чем 13 000 предприятий.

Процесс финансирования

Типичный венчурный капиталист вкладывает деньги в растущий бизнес или финансирует выкуп компании менеджерами в обмен на часть акционерного капитала. Отдельные фонды редко хотят получить контроль над компаниями, которым они помогают, и, если необходим большой объем денежных средств, ряд венчурных фондов могут предоставить **синдицированное** финансирование. Каждый вносит некоторую часть денег, а все вместе они могут контролировать то предприятие, которое финансируют.

Начинающие предприниматели, или менеджеры в случае выкупа своей компании, соглашаются уступить значительную часть своей собственности в бизнесе в обмен на деньги, в которых они нуждаются для покупки акций своей компании, или ради дополнительного капитала, который им нужен для дальнейшего развития. Часто их окончательная доля в предприятии определяется тем, насколько успешно будет функционировать компания (**необратимое (ratchet) соглашение**). Венчурные капиталисты обычно стараются превратить свою долю в успешном предприятии в деньги лет через пять или около того. К этому времени у них появляется возможность продать свои акции — **выйти из предприятия (take-out)** — возможно, через **выведение компании на фондовый рынок**. Или наоборот, компания

может попытаться найти **конкурентного покупателя (trade buyer)**; другую компанию, которая согласится предложить хорошую цену за этот бизнес.

В самых успешных случаях выкупов менеджеры, которые управляли венчурным предприятием, могут становиться мультимиллионерами в течение относительно короткого периода времени, когда бывшая венчурная фирма выходит на рынок или продается конкурентному покупателю. Если некоторые из этих историй о «моментальных богачах» кажутся вам невозможными, просто подумайте о том, как работает леверидж, когда все идет как надо. Предположим, что выкуп компании стоимостью £100 млн финансируется с помощью £20 млн акционерного капитала и долга в £80 млн. Скажем, на протяжении трех или четырех лет предприятие процветало, и теперь оно стоит £160 млн, а его задолженность остается неизменной. Таким образом, £20 млн первоначального капитала компании теперь стоят £80 млн. Венчурные инвесторы довольны, а менеджеры — которые могли заплатить относительно немного за свою первоначальную долю акций — действительно могут стать очень богатыми.

Однако бизнес по выкупу компаний может оказаться как успешным, так и неудачным. Поэтому фонды венчурного капитала стремятся к достаточно высоким доходам — возможно, в районе 30%, чтобы получить компенсацию за подобные риски. Хотя задействованные венчурные фонды (или фонды, группирующиеся вокруг ведущего фонда (так называемого лид-фонда), когда средства собираются посредством синдицирования) могут предоставить только ту часть суммы необходимых денег, которые образуют акционерный капитал компании, они также могут организовать банковские кредиты, которые дополняют этот пакет. Вы могли бы прочитать в описании сделки по выкупу на сумму £10 млн, что £3 млн требуемых денег были предоставлены венчурным фондом в виде акционерного капитала и что оставшиеся £7 млн поступили в виде банковской ссуды.

При крупной сделке по выкупу компаний структура может быть более сложной, скажем, когда 30% денег поступают как капитал компании от венчурного фонда, 60% представляют собой **старший долг (senior debt)** от консорциума банков и 10% составляет **промежуточный долг (mezzanine debt)**. Эта промежуточная часть является чем-то средним между долгом и капиталом компании; долгом, предлагающим высокий доход, который также может включать какие-то права на долю в акционерном капитале. Соотношение между долгом и капиталом будет изменяться в зависимости от рыночных условий. В период рецессии, когда деловое доверие находится на низком уровне, доля акционерного капитала может возрасти, так как банки в мень-

шей степени готовы брать на себя риск. Но будьте осторожны, когда читаете, что 30% денег для сделки по выкупу компании были предоставлены в виде **капитала компании**, или **акционерного капитала (equity)**. Этот термин используется в мире выкупов компаний в более широком смысле. На практике маловероятно, что все эти 30% были собраны через подписку на обыкновенные акции. По структурным и налоговым соображениям более вероятно, что они предоставлены венчурными капиталистами как коктейль из капитала в форме обыкновенных, привилегированных акций или субординированных кредитов. Однако все это рискованные деньги.

Большинство ведущих венчурных фондов не считают, что стоит рассматривать **предложение о финансировании (financial proposal)**, если задействованные суммы не являются достаточно большими, и в целом они осторожничают в отношении **стартапов (start-ups)** (полностью новые предприятия), когда риск является самым высоким. Однако время от времени венчурный капиталист может согласиться предоставить некоторый **«семенной» капитал (seedcorn capital)**, чтобы смотреть за новым проектом с его самых ранних стадий. В целом венчурные капиталисты предпочитают предоставлять деньги на покупку действующего бизнеса или на **капитал развития (development finance)** для компаний, которые уже прошли начальные стадии и нуждаются в большем количестве капитала, если они хотят перейти в более высокую лигу. То же самое в целом справедливо и для другого вида фонда, предоставляющего капитал для компаний, не котирующихся на бирже, — фонда **«Программа стимулирования инвестиций в предприятия» (Enterprise Investment Scheme)**, — хотя эти фонды иногда предоставляют финансирование в меньших объемах.

Выкупы и слияния, финансируемые за счет эмиссии акций или заемных средств

Выкупы и слияния, которые финансируются с помощью эмиссии акций или привлечения заемных средств (leveraged buy-out and leveraged takeovers), были очень популярны в Соединенных Штатах в конце 1990-х гг. Возможно, к счастью, что этот принцип поздно докатился до Великобритании, как раз когда Америка начала беспокоиться о некоторых его последствиях на пороге следующего десятилетия. В английской терминологии для обозначения такого рода операций с использованием левериджа (leverage) (привлечения заемных средств с определенным рычагом к собственному капиталу) просто используется другое слово — **«geared»**.

Как мы видели, большинство выкупов компаний с использованием финансового рычага как собственными менеджерами, так и посторонней командой менеджеров осуществляются до некоторой степени как с использованием банковских кредитов, так и собственного капитала. Термин же **leveraged buy-out** или **public-to-private deal** прежде всего применяется для описания операции, когда группа инвесторов, использующих в основном заемные средства, подают предложение о покупке публичной зарегистрированной на бирже компании с целью ее превращения в частную. Сумма капитала, мобилизованного с помощью выпуска акций, бывает очень небольшой. Обычно финансирование, связанное с долгом, будет предоставляться в нескольких частях: старший долг, имеющий достаточно хорошее обеспечение; некоторые промежуточные средства и, возможно, выпуск высокодоходных, высоко рискованных **бросовых облигаций (junk bonds)** (см. главу 10 и дальше в настоящей главе).

Компания, приобретаемая через заявку с использованием заемных средств (80%, а иногда намного большая часть финансирования может существовать в форме долга), может обнаружить, что выплаты процентов поглощают большую часть ее прибылей, и из-за этого давления может избавиться от отдельных частей своего бизнеса для получения наличных средств, чтобы как можно быстрее сократить свою задолженность. Подобные выкупы компаний являются очень рискованной игрой. Опасности таких операций в большей мере проявляются в те периоды, когда экономическая активность спадает, стоимость обслуживания банковской задолженности растет и становится невозможно собрать наличные за счет продажи частей бизнеса по приемлемым ценам. Самой большой операцией такого рода в конце 1980-х гг. была сделка в Соединенных Штатах Америки по выкупу группы **RJR Nabisco**, действующей в пищевой и табачной отрасли, на сумму \$25 млрд. Нельзя сказать, что она завершилась безоговорочным успехом.

Самое крупное предложение о выкупе с использованием заемных средств в отношении английской компании — в 1989 г. сэр Джеймс Голдсмит попытался приобрести и раздробить группу **BATS**, действующую в табачной промышленности и в сфере финансовых услуг, в конце концов было отменено перед лицом препятствий в Соединенных Штатах Америки, связанных с правилами регулирования подобных сделок и из-за недостатка энтузиазма в Великобритании. Опыт предложений о покупке с использованием заемных средств в отношении английских компаний, зарегистрированных на фондовой бирже, как мы видели в предыдущих главах, оказался далеко не таким убедительным. Но тем не менее в начале 1990-х гг. произошло возрождение

подобного вида деятельности и в Великобритании. При этом высокодоходные (но нельзя сказать, что бросовые!) облигации иногда играли важную роль в процессе финансирования. Отраслевые аналитики кивали головами на высокие уплачиваемые цены, а также используемые методы финансирования и предсказывали беду в случае спада экономической активности.

Программа стимулирования инвестиций в предприятия

Из всех благоприятных с точки зрения налогообложения схем поощрению капиталовложений в растущие предприятия самую длинную историю имеет **Программа стимулирования инвестиций в предприятия (Enterprise Investment Scheme, EIS)**. Она пришла на смену более ранней «Схеме расширения бизнеса» (**Business Expansion Scheme, BES**), которая сама впервые увидела свет в 1981 г. как «Схема создания новых предприятий» (**Business Start-up Scheme**).

Смысл программы состоит в том, чтобы поощрять частных лиц с высокими доходами на подписку новых «полных риска» обыкновенных акций в частных производственных компаниях. Любой человек с достаточно высоким доходом мог получить освобождение от подоходного налога на сумму инвестиций до £150 000 в год, осуществленных подобным образом. При этом акции обычно должны оставаться у своего владельца, по крайней мере, пять лет, чтобы принести ему полное налоговое освобождение. В случае владения акциями в течение оговоренного срока он, как правило, не платит налог на прирост капитала со всей полученной от инвестиций прибыли. В случае, если инвестор несет убытки от недополучения дохода на вложенный капитал (за вычетом первоначального налогового освобождения), они будут компенсироваться из налогооблагаемого дохода или из прибыли, полученных где-то еще, подлежащих обложению налогом на прирост капитала. Данная программа также предлагает некоторые переходящие освобождения от налога на прирост капитала для инвесторов, которые вкладывают поступления от других прибыльных капиталовложений в инвестиции EIS или которые получили деньги от одного из вложений в рамках программы EIS и реинвестировали их в другое предприятие.

Те, кто уже является директорами или работниками компании, не могут попасть под налоговое освобождение по программе EIS, если они инвестируют деньги в эту компанию. Смысл программы заключается в том, чтобы привлечь новые деньги со стороны, а не давать налоговые послабления тем, кто может уже иметь долю в компании. Однако существуют оговорки, ко-

торые позволяют **бизнес-ангелам (business angels)** инвестировать деньги в частные компании и получать выгоды от программы EIS при условии, что они ранее не имели к ним никакого отношения. Эти «ангелы» — отдельные лица, которые хотят инвестировать средства в компанию, а также могут предложить что-то из своего делового опыта. Они могут и инвестировать, и стать оплачиваемыми директорами компании.

Для того чтобы быть причисленной к программе EIS, компания, по меньшей мере, три года должна осуществлять деятельность, подпадающую под квалификационные требования, связанные с финансовой и инвестиционной деятельностью, сделками с ценными бумагами или собственностью, с инвестициями в арендованную местную недвижимость, которые разрешались в рамках программы BES. Компания не должна быть зарегистрирована на фондовой бирже, хотя ее акции могут обращаться на рынке AIM. Новые обыкновенные акции, которые она выпускает для инвесторов в рамках EIS, должны обладать привилегированными правами.

Как будущие инвесторы EIS выбирают подходящую компанию? В идеальном варианте они должны были бы знать о ней из своего предшествующего опыта. На практике многие инвесторы и пользуются услугами **фонда EIS (EIS fund)**, фонда, созданного для инвестирования в ряд подходящих под квалификационные требования компаний. Кроме того, что инвестор получает налоговое освобождение, в этом случае он пользуется преимуществом распределения риска и более или менее профессиональным менеджментом. К сожалению, во многих случаях здесь дела не всегда выглядят так прекрасно, как кажется. Инвестиции в компании, которые не котируются на фондовом рынке, прямые или через фонд, несут с собой значительную степень риска. Существует опасность, как и при многих других видах субсидий, что цена риска будет расти, чтобы как-то учесть налоговое освобождение, доступное для инвестора.

Венчурные тресты

Другим благоприятным для налогообложения инвестиционным механизмом, предназначенным для поощрения рискованных инвестиций в частные предприятия, являются **венчурные тресты (venture capital trust)**. Венчурный трест должен иметь, по крайней мере, 70% своих инвестиций в акциях незарегистрированных компаний; в общем, того сорта компаний, которые бы подошли под квалификационные требования инвестиций EIS. При этом не больше 15% инвестиций могут быть вложены в акции одной компании. Но венчурный трест не ограничивается

инвестированием в акции. До половины своих инвестиций в подходящие компании он может осуществлять в форме кредитов, предоставляемых, по крайней мере, на 5 лет. Если компании, в которые инвестирует трест, последовательно выходят на фондовый рынок, он может рассматривать их как не котируемые на бирже на следующие 5 лет.

Венчурный трест сам по себе во многом напоминает обыкновенный инвестиционный трест и должен котироваться на фондовой бирже. В рамках установленных пределов — инвестиции до £100 000 в год — инвесторы в таком тресте могут не платить налогов с полученных дивидендов или с прироста капитала, возникающего в результате реализации своих инвестиций. Возможно, более существенным является то, что при подписке на новые акции, выпускаемые венчурным трестом, инвестор получает налоговые стимулы, аналогичные льготам по программе EIS.

Учитывая издержки поиска возможностей для инвестиций в небольшие, не котирующиеся на бирже компании, венчурные тресты, как правило, учреждаются под покровительством существующих организаций в области венчурного капитала или групп по управлению фондами, а не как самостоятельные предприятия. В 2000 г. таких насчитывалось около 45. Английская ассоциация венчурного капитала подсчитала, что на тот момент они собрали средств на общую сумму свыше £900 млн.

Программа гарантий по кредитам мелким предприятиям

Указанная программа направлена на помощь небольшим компаниям, которые столкнулись с трудностями при получении кредитов из обычных банковских источников, часто потому что ни компания, ни ее учредители не могут предоставить **обеспечение (security)**, необходимое для получения ссуды. От большинства владельцев мелких компаний, которые хотят занять деньги, требуется предоставить свои дома или другие активы в качестве обеспечения долгов их предприятия.

Эта программа — государственная **Программа гарантий по кредитам мелким предприятиям (Loan Guarantee Scheme, LGS)** — не предусматривает выделение денег предприятиям, но она снимает часть риска с традиционных кредиторов. Банк может предоставить кредит на сумму до £250 000 существующему небольшому предприятию или до £100 000 вновь образованному предприятию под обеспечение его активами, но без личных гарантий со стороны владельцев компаний. Банк получает по этой ссуде свою обычную ставку процента плюс премию в полтора процентных пункта (или половину процентного пункта,

если ставка процента фиксирована), которая причитается государству за предоставление гарантии. В обмен на это 70% (или 85% для кредитов существующему бизнесу) стоимости ссуды покрывается **государственной гарантией (government guarantee)**. Предприятия в возрождаемых внутригородских районах получают условия, применяющиеся к действующим предприятиям, даже если они находятся на стадии старт-ап, и процентные ставки для них также будут ниже. Если предприятие «прогорело» и вся ссуда потеряна, государство возмещает банку-кредитору 70 или 85% выданного им кредита.

Программа LGS, несомненно, помогла некоторым предприятиям, которые в противном случае не сдвинулись бы с места. Программа была учреждена в 1981 г., и ее условия часто изменялись. Основным недостатком программы LGS является то, что она предлагает кредитное финансирование даже в тех случаях, когда требуется именно акционерный капитал. В результате предприятие становится обладателем слишком высокой доли заемных средств, которая может ускорить его кончину. Среди компаний, воспользовавшихся услугами данной программы в первые годы, был очень высокий процент банкротств.

Интернет-ссылки

Английская ассоциация венчурного капитала является представительным органом английских поставщиков венчурного капитала и капитала развития. Ее веб-сайт www.bvca.co.uk/ предлагает некоторую базовую информацию по этой области бизнеса и некоторую информацию о Программе стимулирования инвестиций в предприятия, а также о венчурных трестах. Этот сайт также содержит указатели для предпринимателей, ищущих источники венчурного финансирования и бизнес-ангелов. Для мелких и средних предприятий, ищущих источники финансовых консультаций или помощи, достаточный объем информации, а также связи с другими источниками, предлагает сайт Министерства торговли www.dti.gov.uk/. Среди соответствующих сайтов, предлагающих помощь или информацию в этой области, можно упомянуть сайты «Деловые связи» www.businesslink.co.uk/ и «Зона предпринимательства» www.enterprise-zone.org.uk/. Подробности Программы гарантий по кредитам малым предприятиям доступны на сайте Министерства торговли по адресу <http://www.dti.gov.uk/support/sfgs.htm>. Также существует ряд отдельных сайтов, предлагающих помощь предпринимателям (в основном в сфере высоких технологий) в установлении контактов с источниками финансирования.

Глава 12. Зарплата, дополнительные доходы и капитализм наоборот

Мы рассматривали компании, но что можно сказать о мужчинах и женщинах — на пороге нового тысячелетия все еще преобладают мужчины, — которые руководят ими? Зарплата и дополнительные доходы (*pay and perks*) директоров зарегистрированных на бирже компаний были основным политическим вопросом на протяжении большей части десятилетия. Небольшая подсказка поможет понять суть частых сообщений в прессе, по телевидению на тему заработной платы и дополнительных доходов нерегулярного характера членов советов директоров, особенно в бывших государственных отраслях промышленности. Она также заложит основу для понимания бесконечно длинных заявлений высшего руководства компании (*corporate governance*) и отчетов комитета по вознаграждениям (*remuneration committee*), которые сегодня занимают множество страниц годовых и прочих отчетов зарегистрированных компаний.

Начальной точкой является парадокс, который объясняет некоторое замешательство в этом вопросе, продемонстрированное сначала консервативным правительством, а позднее и ее новым лейбористским преемником. В целом капитализм позволяет собственникам капитала наслаждаться плодами своего капитала. Однако внесением изменений в налоговое законодательство по стимулированию применения программы опционов на покупку акций компании и т. п. консервативное правительство в 1980-х гг. создало благоприятные условия для передачи собственности владельцем предприятия (акционером) его директорам и менеджерам (старшим служащим, которые руководят бизнесом от имени собственников). Этот процесс «капитализма наоборот» — взятие денег у собственников, чтобы отдать их старшим наемным служащим — был любопытной интерпретацией капиталистической этики.

В сообщениях прессы часто внимание сосредоточивается на внезапно больших повышениях зарплаты членов советов директоров, или на многомиллионных прибылях, получаемых в ре-

зультате исполнения опционов на акции для руководителей компании, или на долгосрочных программах мотивации персонала. Но полная картина зачастую является гораздо более сложной (и иногда даже более потрясающей), чем могли бы предположить эти сообщения. В конце 1990-х гг. директора многих английских крупных компаний, котирующихся на бирже, вознаграждали самих себя самыми разнообразными способами. Среди них следует выделить следующие:

- базовый оклад;
- краткосрочные, зависящие от результатов деятельности компании бонусы сверх базового оклада, в сумме максимум до 50% оклада;
- опционы на акции для руководителей компании, которые приносят прибыль, когда цена акций компании растет,
- долгосрочные поощрительные программы, зависящие от функционирования компании на протяжении периода в три-четыре года. Они могли принимать форму наличных выплат или срочного опциона на свободные акции;
- различные блага в виде предоставления автомобилей, полисов страхования жизни, медицинского страхования, а в некоторых случаях и принадлежащего компании жилья;
- пенсии, основанные на последнем окладе (иногда с не попадающей под налогообложение дополнительной схемой, когда налоговые правила ограничивали сумму, которая могла бы выплачиваться по основной схеме);
- различные, в целом менее освящаемые средства, такие как программы участия работников в капитале компании (ESOP) или «призрачные», или условные, опционы (см. ниже);
- перспективы золотого рукопожатия, если по той или иной причине директор увольняется.

Как работает капитализм наоборот

Краткосрочные бонусы (short-term bonuses) или ежегодные бонусы (**annual bonuses**) имеют обыкновение быть связанными с показателем краткосрочной деятельности: как правило, это рост прибыли на акцию в течение года. Эти бонусы объясняют многие неожиданные изменения, показываемые прессой, в зарплатах директоров, особенно когда хороший год сменяет неудачный. Иногда они фактически выплачиваются через год, когда доходы компании могут снова отклониться в обратную сторону, что делает для акционеров еще более трудным понимание связи между зарплатами и результатами действия компаний.

Закон о финансовой деятельности 1984 г. сгладил ситуацию с программами опционов на акции для руководителей компаний (*executive share option schemes*), и большинство компаний ему последовали. Директору обычно бесплатно предоставляется опцион на, скажем, миллион акций, выписанных (см. главу 18) по рыночной цене в момент передачи прав. Как правило, он должен был подождать три года до момента реализации опционов. Предположим, что цена акции на момент получения была 100 пенсов, а пять лет спустя она выросла до 250 пенсов за акцию. Директор имеет право купить миллион акций (обычно новых акций, которые выпускает компания) по 100 пенсов за каждую, т. е. общей стоимостью £1 млн. Он немедленно их продает по рыночной цене 250 пенсов, получая прибыль £1,5 млн. Выпуск и продажа новых акций по цене ниже рыночной представляет собой передачу стоимости от акционеров компании соответствующему директору.

В 1990-х гг. были введены долгосрочные поощрительные программы (*longer-term incentive plans, LTIP*), чтобы противодействовать той критике, которой подвергались опционы для руководящих сотрудников. В типичной программе директор получает дополнительный дар из бесплатных акций. Фактически он получает часть или все эти акции позднее, если его компания превосходит некоторые заранее выбранные целевые показатели на протяжении, скажем, трех лет. Популярным спусковым крючком является **общий доход акционеров (total shareholder return, TSR)**, принесенный компанией за три года своим акционерам, по сравнению с тем, что получили другие компании. Общий доход акционеров — это комбинация из изменения цен акций с выплаченными дивидендами. Так, крупная компания могла бы сравнивать себя с другими 99 участниками индекса *Footsie*. Если компания находится в нижней половине списка компаний с точки зрения общего дохода акционеров, ее директора не получают никаких бесплатных акций. Если она находится в числе первых 25 компаний, то директора могли бы получить бесплатно все оговоренные заранее акции. Между этими двумя вариантами количество получаемых акций зависело бы от места в лиге.

Подобные натуральные выплаты (*benefits in kind*), которые получают директора, в наши дни являются чем-то само собой разумеющимся, и они вызывают меньше комментариев, а вот пенсии (*pensions*) заслуживают более пристального взгляда. В соответствии с большинством схем пенсии привязывались к последнему заработку. Примечательно, что многим директорам гарантируется значительный рост их заработка в годы, предшествующие выходу на пенсию. В результате директор получает

значительно более высокую пенсию, чем та, которую оправдали бы взносы, сделанные в рамках пенсионной программы от его имени на протяжении ряда лет. Следовательно, эти издержки косвенно падают на других участников пенсионной программы. Когда налоговое законодательство ограничивает пенсию, которую может получить директор посредством специального налогообложения, компания часто делает от его имени взносы в отдельную, выведенную из-под налогообложения пенсионную программу. Следует отметить, что при пенсионных расчетах, основанных на окладе, бонусы обычно не учитываются.

«Призрачные» опционы (*phantom options*) и программы владения работниками акциями своих компаний (*ESOP*) редко получают то внимание, которого они заслуживают, так как, особенно в прошлом, акционерам было трудно многое узнать о них. Призрачный опцион — это опцион на несуществующие акции. Звучит это несколько странно, поэтому раскроем суть на примере. Скажем, компания говорит своим директорам: «Сейчас цена акций составляет 100 пенсов. Мы предоставим вам призрачный опцион на миллион акций, который вы можете реализовать в любое время на протяжении последующих 10 лет. Если несколькими годами позже цена акции выросла до 250 пенсов и вы решаете его реализовать, компания выплатит вам разницу между 100 пенсами и 250 пенсами за миллион акций. Другими словами, мы заплатим вам £1,5 млн». Результат во многом будет таким же, как и в том примере, который мы приводили в случае традиционного опциона на акции для руководящих работников, но для налогообложения эти прибыли будут рассматриваться по-разному, и при этом не выпускается никаких новых акций. Призрачные опционы, или опционы-фантомы, иногда официально используются для того, чтобы вознаградить директоров иностранных компаний, которые не могут получить полноценной выгоды от английских опционов на акции для руководителей. В прошлом они использовались более сомнительным образом, чтобы создать вознаграждение для директоров, о которых акционеры ничего раньше не знали.

Программы участия работников во владении акциями компаний (*ESOP*) на самом деле заслуживают отдельной главы. Они представляют собой план владения работниками акциями своих компаний (*employee share ownership plans*) или фонды, состоящие из акций компаний, предназначенных для передачи работникам (*employee share ownership trusts*). Крупные компании обычно проводят так называемую «добровольную программу *ESOP*», которая не влечет за собой никаких налоговых выгод. *ESOP* покупает акции компании-спонсора, финансируя покупку через банковские ссуды, гарантированные компанией, или с помо-

стью кредитов, предоставленных самой компанией (фактически компания выкупает свои собственные акции). Акции покупаются на рынке, так что никакие новые акции не выпускаются. Затем эти акции предлагаются для распределения среди работников компании как часть схемы бонусов, или программы участия в прибылях, или как-то еще. Правила обычно гласят, что все работники могут выиграть от участия в программе ESOP, но на практике они используются преимущественно для обеспечения дополнительных выгод директорами и старшими руководителями. Они не обходятся без риска для компании, а следовательно, и для ее акционеров. Если цена акций падает, ESOP может остаться с акциями, которые стоят меньше, чем собранные для их покупки кредиты, и этот убыток в целом так или иначе ляжет на компанию. Подобное произошло, среди всех прочих, с группой, впоследствии получившей название *Tiphook*, сдававшей в аренду контейнеры, которая пострадала от падения цены на акции и должна была списать более £20 млн в счет гарантий по кредитам для своей программы ESOP. Эти схемы ESOP иногда используются для приобретения акций, которые затем применяются для выполнения опционных программ или долгосрочных поощрительных программ.

Золотые рукопожатия (golden handshakes) также попадают в заголовки. Директора часто нанимаются на основе **плавающих договоров (rolling contracts)** со сроком три года («вечнозеленые» договоры, *evergreen contracts*). Это означает, что их контракт всегда будет считаться незавершенным еще на протяжении трех лет. В результате институционального давления в наши дни этот срок собираются сократить до двух лет или даже одного года. Если директора убирают, он может (практически независимо от причины увольнения) потребовать большую часть того, что ему были бы должны выплатить, отработай он свой контракт полностью. Обычно компании стараются избегать судебных процессов и хотят завершить подобные дела как можно быстрее. Поэтому, даже те директора, которые привели свою компанию к банкротству, часто покидают ее с золотым рукопожатием в виде заработной платы за несколько лет. Циничные обозреватели руководствуются правилом: чем больше торчат уши, тем больше выходное пособие (в основном потому, что компания хочет избавиться от директора быстро и с минимальной суматохой).

Возражения против поощрительных схем

Заявленная цель, которая стоит за бонусными и тому подобными схемами, заключается в том, чтобы «мотивировать» менеджмент в обеспечении более успешной работы компании, от которой

также выигрывали бы акционеры и вся экономика. Это создает второй парадокс. Почему именно этим — самым высокооплачиваемым людям в компании требуются дополнительные платежи, чтобы убедить их делать свою работу как можно лучше?

Существуют и более убедительные возражения против некоторых действующих на сегодняшний день **поощрительных схем (incentive schemes)**, и иногда они печатаются в прессе. Например, годовые бонусы привязываются к краткосрочным результатам деятельности компании, и они могут поощрять краткосрочные настроения менеджеров. Основа, на которой они выдаются, может быть далеко не так очевидна. В краткосрочном периоде достаточно легко манипулировать прибылями на акцию, а часто это и есть именно тот показатель, на котором основывается бонус.

Опционы на акции для руководящих работников открыты критике в том отношении, что они могут вознаграждать даже плохих менеджеров, когда цена акций повышается рынком быков, хотя сама компания функционирует недостаточно хорошо. Они также размывают доли существующих акционеров и предоставляют небольшой долгосрочный стимул, потому что директор почти всегда немедленно продает акции, которые он получил от реализации своего опциона. Институциональные акционеры пытаются давить на менеджмент, устанавливая **критерии деятельности компании (performance criteria)**, по которым может возникнуть право реализации опционов, но эти критерии часто не являются обязательными. В частности, опционы могут выполняться, если рост прибылей компании в расчете на акцию за трехлетний период на определенный процент превзошел рост розничных цен, и т. п.

В качестве альтернативы опционов на акции были введены **долгосрочные программы поощрения акциями (long-term share incentive plan, LTIPS)**, хотя многие компании использовали эти два метода в tandem. Долгосрочные программы действительно стимулировали менеджмент компании на ее перспективное развитие и иногда предлагали более реалистичные критерии функционирования, чем схемы с использованием опционов на акции. Но эти критерии также не всегда являются обязательными. Ответ на вопрос: действительно ли директора демонстрируют уверенность развития своей компании, владея предоставленными им бесплатно акциями компании, является сомнительным.

Схемы ESOP открыты для критики, так как компания сама подвергается риску изменения цены, приобретая свои собственные акции. Второе возражение против схемы ESOP в прошлом заключалось в том, что о них было мало что известно, если акционеры вообще знали что-нибудь (см. далее).

Но преобладающая критика, звучавшая в отношении фактически всех поощрительных схем, заключалась в том, что они предлагают директорам морковку, а не кнут. Директора собирают дополнительную добычу, если компания или цены акций чувствуют себя нормально. Они не страдают, как страдают акционеры компании, если дела компании идут плохо. Частые заявления со стороны компаний, что их схемы стимулирования в равной степени представляют интересы акционеров и менеджмента, должны рассматриваться несколько скептически. Поощрительные схемы, как иногда утверждается в прессе, действительно могут стимулировать директоров принять на себя чрезмерные риски, связанные с компанией. Если это сработает, они выиграют. Однако если этого не произойдет, страдают только акционеры. Для директоров всегда существует золотое рукопожатие в конце пути как окончательная награда за банкротство.

Корпоративное управление и раскрытие информации

Хотя акционеры имеют мало возможностей для прямого влияния на оклады и нерегулярные дополнительные вознаграждения директоров, тем не менее в конце 1990-х гг. они стали получать значительно больший объем информации по данным вопросам, чем в прошлом. Совет по стандартам бухгалтерской отчетности (Accounting Standards Board, ASB) и связанная с ним Специальная группа по срочным вопросам (Urgent Issues Task Force, UITF) проделали первоклассную работу, направленную на предоставление более широкой информации по опционам на акции и программам ESOP в корпоративных отчетах.

Возможность влияния на директоров заложена в самом процессе корпоративного управления (corporate governance). Комитет, призванный сделать финансовое сообщество сильным и добропорядочным, Комитет Кэдбери (Cadbury Committee) — создал кодекс ведения финансового управления делами компании: Кодекс Кэдбери (Cadbury Code). Он рекомендовал открытость компаний в отношении вознаграждения своих директоров, хотя в терминах настолько общих, что последствия этого были слабыми. Последующий комитет, Комитет Гринбэри (Greenbury Committee), был учрежден специально для исследования проблемы заработной платы и дополнительных доходов советов директоров в ответ на затруднения консервативного правительства в данном вопросе. Этот комитет усилил рекомендации Комитета Кэдбери относительно комитетов по вознаграждению (remuneration committees), в основном состоящих из независимых неисполнительных директоров, которые занимались назначением

вознаграждения исполнительных директоров. В своем отчете в 1995 г. Комитет Гринбэри сделал ряд других рекомендаций, включая поэтапное распределение бесплатных опционов на акции. В любом случае он отдавал предпочтение долгосрочным поощрительным программам (LTIP) над опционами на акции. Этот комитет также настоятельно требовал от компаний раскрывать дополнительные пенсионные поступления, получаемые директорами в течение года, вместо простого сообщения о платежах, внесенных в программу от их имени. Как мы видели ранее, эти два способа могут очень отличаться друг от друга. Корпоративное управление было пересмотрено еще одним комитетом, Комитетом Хампета (Hampet Committee). Вереницы этих разных рекомендаций были окончательно собраны вместе в новом объединенном кодексе (combined code), в котором все рекомендации относительно мотивации менеджеров были встроены в условия получения биржевой котировки (listing requirements) для компаний на фондовой бирже.

Последствия всех этих инициатив выглядят следующим образом. Теперь отчеты компаний содержат большое количество информации о зарплатах и дополнительных доходах директоров плюс многочисленные заявления о соответствии различным требованиям по корпоративному управлению. Присутствует растянутое заявление комитета по вознаграждениям, которое раскрывает политику в вопросах оплаты исполнительных директоров и предоставляет некоторые подробности о действующих программах поощрения. Или здесь, или в примечаниях к отчетам вы найдете всякие мелкие подробности. Общее вознаграждение, полученное каждым директором, должно быть расписано по пунктам. Оно содержит его базовый оклад, полученные бонусы, натуральные выплаты и т. д. Здесь или где-то еще вы также найдете стоимость дополнительных пенсионных выплат, полученных на протяжении года.

Возможно, будет отдельный пункт, содержащий сведения о доли каждого директора в программах опционов на акции. Там показываются опционы, существующие в начале года, цены их исполнения, новые предоставленные опционы и существующие опционы, исполненные в течение года. Еще одна таблица будет давать сравнительную информацию по LTIP (если такая схема есть) — прежде всего количество условно выделенных акций, хранимых от имени каждого директора, и т. д.

Наконец, акционеры или журналисты, заинтересованные в том, чтобы знать немного больше об условиях работы директоров, чем это изложено в отчетах компании, могут воспользоваться положениями законодательства о компаниях. Речь идет о Контракте по найму на работу отдельных директоров компа-

нии. Этот контракт должен быть доступен для его проверки в определенные моменты. В частности, во время годового собрания акционеров и в течение нескольких недель перед ним. Маленькие раскопки могут принести интересные находки, которые время от времени всплывают в прессе.

Таким образом, акционеры перешли от состояния нехватки информации к состоянию переполнения ею, и всю эту информацию не всегда легко интерпретировать. Например, являются ли опционы на акции доходом в течение того года, когда они были предоставлены, или в том году, когда они выполняются? Аналогично обстоит и ситуация с бесплатными акциями, предоставляемыми в соответствии с программой LTIP, которые директор может или не может получить в какой-то день в будущем.

Более того, многие программы стимулирования, разработанные консультантами по вопросам вознаграждения, являются чрезвычайно сложными, и среди них нет двух одинаковых. Директора компании иногда частным образом признают, что они точно не понимают, на что имеют или не имеют право в разных обстоятельствах. Аналитики, пытающиеся сравнить зарплату и дополнительные выплаты советам директоров в различных компаниях, сталкиваются с проблемой, аналогичной трудности покупателей в магазинах, которым предлагают вернуть деньги обратно, если они смогут найти продукт по более низкой цене в другом магазине. Они найдут такой товар в каждом магазине, но он будет незначительно отличаться по весу, составу или упаковке. Поэтому есть проблема в том, что крупные бонусы могут действительно предоставляться в то время, когда эффективность компании уже пошла на спад.

Кто контролирует менеджеров?

До конца 1990-х гг. акционеры не имели возможности прямо голосовать по вопросу уровней зарплат директоров. Они могут, разумеется, проголосовать за смещение директора. На практике давление с целью умерить заработную плату, как правило, осуществляется закулисно со стороны инвестиционных институтов. Однако от акционеров всегда требовалось голосование по учреждению схемы опционов на акции для руководителей компании, потому что обычно это влечет за собой выпуск новых акций. В наши дни акционеры также имеют возможность голосования по вопросу принятия новой долгосрочной поощрительной программы (LTIP).

Большинство акционеров, как правило, принимают советы своих директоров в отношении того, как они должны голосовать по вопросам работы компании, и редко оказывают влия-

ние на уровень оплаты совета директоров — хотя такие попытки делались. В любом случае, имея меньше одной пятой зарегистрированных акций, они являются меньшинством.

Английские институты, владея 50% всех зарегистрированных акций, находятся в более выигрышной позиции. Но они часто отказываются использовать свои мускулы. Для этого есть несколько причин. Во-первых, они искренне верят, что стимулы приведут к таким результатам работы компании, которые будут выгодны всем акционерам. Во-вторых, им приходится работать вместе с деловыми кругами Сити, которые не поблагодарят их за раскачивание лодки. В-третьих, страховые группы, которые являются основными институциональными акционерами, являются преимущественно компаниями со своими собственными советами директоров. Эти советы директоров получают свои собственные оклады и дополнительные выплаты, которые подлежат утверждению, и могли бы не приветствовать чрезмерное вмешательство в вопросы оплаты в других компаниях.

Также вызывают сомнения действия системы комитетов по вознаграждениям. Многие из числа неисполнительных директоров, которые сидят в этих комитетах, являются исполнительными директорами в других компаниях и не очень заинтересованы в ограничении уровней оплаты совета директоров. Вдобавок они сильно полагаются в своих рассуждениях на обзоры по вопросам окладов и дополнительных выплат для членов советов директоров, сделанных многочисленными фирмами консультантов по оплате труда (*remuneration consultants*). Необычно видеть храброго неисполнительного директора, который оскорбит исполнительных директоров предположением, что им надо платить меньше, чем в среднем для компаний подобного вида и размера. Но если оклад каждого исполнительного директора повышается комитетом по вознаграждениям, по крайней мере, до среднего уровня, тогда математически неизбежно, что сама средняя каждый год должна расти с большой быстротой. Существуют серьезные основания думать, что система комитетов по вознаграждению скорее ускоряла, чем делала более умеренным бурный рост окладов и дополнительных выплат советам директоров.

Когда вмешивается пресса

Именно оклады и дополнительные вознаграждения директоров бывших национализированных компаний — *British Gas*, компаний по водоснабжению и компаний по производству электроэнергии, в частности, привлекали наибольшее внимание средств массовой информации. Причины для этих специфических нападок нуждаются в объяснении. Во-первых, в целом эти директора

по стандартам частной промышленности оплачивались очень плохо, когда руководили своими предприятиями от имени государства. Поэтому перспектива перехода на шкалу оплаты частного сектора была для них основной побудительной причиной участия в планах приватизации. Учитывая низкую стартовую точку, процентное увеличение в их оплате труда было, таким образом, очень большим и привлекало к себе взгляды прессы.

Во-вторых, во время приватизации в ее схему были встроены опционы на акции для исполнительных директоров. Они принесли директорам значительно более крупные прибыли, чем предполагалось, в основном из-за того, что компании оказались гораздо более прибыльными, чем ожидалось, и поэтому цены акций резко выросли. Во многих случаях правительство серьезно недооценивало экономию на издержках, которая осуществлялась на ранее принадлежащих государству предприятиях — в основном через увольнение работников, — и, следовательно, продавали эти предприятия очень дешево. Через свои опционы на акции директора получали прибыль, в то время как налогоплательщики несли убытки.

Директора заявляют, что они руководят крупными конкурентными предприятиями и должны получать соответствующее вознаграждение. Критики утверждают, что они руководят монопольными отраслями коммунальных услуг с гарантированными доходами и что невозможно никакое достоверное сравнение с директорами, руководящими конкурентными предприятиями на рынке. Эти дебаты, вероятно, продолжат греметь и освещаться в средствах массовой информации и в будущие годы.

Обратимся к цифрам

Но каковы же те зарплаты и дополнительные нерегулярные доходы в частном секторе, к которым стремятся соответствовать боссы компаний по предоставлению коммунальных услуг? Консультанты по оплате труда из группы *New Bridge Street Consultants* провели в 1999 г. исследование годовых отчетов компаний, входящих в индексы FTSE 100 и FTSE Mid 250. Для компаний из FTSE 100 средняя базовая зарплата президентов компаний составляла £435 000, а для следующего класса компаний — £275 000. Ежегодные бонусы добавляли к этой сумме еще 35% в случае крупнейших компаний и свыше 32% в случае с компаниями, входящими в Mid 250. Вместе с вознаграждениями в натуральной форме это доводило среднюю сумму дохода президентов компаний до £586 000 для крупнейших компаний и £386 500 для компаний следующего уровня. Разумеется, эти цифры даны без учета дополнительных доходов в форме прибы-

лей от опционов на акции или бесплатных акций от участия в программах LTIP.

Анализ программ поощрения, проделанный *New Bridge Street*, показал, что 84% компаний, входящих в индекс *Footsie 100*, использовали схемы с опционами на акции для своих руководителей по сравнению с 90% компаний, входящих в Mid 250. Среди крупнейших компаний 71% советов директоров попадали под долгосрочные поощрительные программы (LTIP) по сравнению с 52% в следующем классе компаний, где более обычной практикой было использование опционов на акции. Некоторые компании могли использовать программы LTIP для вознаграждения своего высшего менеджмента, а для нижестоящих руководителей использовать опционы на акции.

Наконец, поиск на основе информации о компаниях и рынках в базе данных *Datastream* за 2000 г. показал, что свыше 70 компаний выплачивали, по меньшей мере, одному из своих директоров £1 млн в год и больше, без учета прибылей от опционов на акции или выгод от программ LTIP, и еще 181 компания платила своим высокооплачиваемым директорам от £500 000 до £1 млн. Поскольку в компании не один директор может получать заработную плату выше этих уровней, общее количество лиц, получающих супердоходы, наверняка больше.

Как высоко будут расти зарплаты?

Высокая оплата совета директоров часто защищается тем доводом, что она представляет собой вознаграждение за высокие результаты работы компании. На практике исследования по этой проблеме часто имеют трудности с установлением такой взаимосвязи. Высокая оплата также оправдывается на том основании, что «директора в других странах получают больше, и мы потеряем нашего предприимчивого талантливого руководителя, если не приведем его зарплату в соответствие с зарубежными ставками». И снова в реальной жизни трудно сравнить оклады и дополнительные выплаты по разные стороны границы, поскольку существует слишком много переменных. Хотя некоторые английские президенты и директора компаний несомненно ценятся на международном рынке, очень многие, вероятно, не обладают подобным весом. Наконец, существует довод о том, что если поп-звезды могут зарабатывать миллионы, почему это не могут звезды советов директоров, чья деятельность в целом является более важной для английской экономики? Но нет смысла спрашивать, как изредка опрометчиво старается это сделать пресса, будет ли деятельность экономики Великобритании хоть на йоту лучше или хуже, если директора компании

получат более скромный базовый оклад и у совета директоров будут отобраны все «стимулы».

Где остановится рост заработной платы и дополнительных нерегулярных доходов? Среднее значение оклада президента компании из числа входящих в индекс *Footsie* 100 сегодня примерно в 21 раз выше среднего уровня оплаты труда среди всего населения, или в 28 раз выше, если брать доход с учетом бонусов. Трудно представить, каким будет предел дальнейшего усиления роста этих доходов.

Структура акционерной собственности и контроля в Великобритании подразумевает, что владельцы компаний, которые платят по счетам, не могут (или не хотят) ограничивать тех директоров, которых они выбрали для управления своими предприятиями. Таким образом, сами директора контролируют рынок для своих услуг — и расценки на оплату своего труда. Это странное истолкование философии свободного рынка. Но и весь феномен капитализма наоборот является более чем странным.

Интернет-ссылки

Нет никакого сюрприза в том, что регулярная информация о зарплате и дополнительных доходах директоров английских компаний является одной из немногих тем, информацию по которым очень трудно найти в Интернете. Чьим интересам будет отвечать предоставление подобной информации? Две организации, которые иногда предлагают информацию или проведенные опросы по проблеме оплаты труда менеджеров, а также поддерживают веб-сайты, это *Incomes Data Service* на www.incomes-data.co.uk/ и *Конгресс тред-юнионов* с сайтом www.tuc.org.uk/. За информацией об отношении инвестиционных институтов к различным аспектам корпоративного управления попробуйте обратиться на сайт www.ivis.computasoft.com/. Если какой-то читатель этой книги знает источник на тему оплаты работы совета директоров, кроме отдельных газетных статей или упомянутых выше сайтов, мы были бы рады о нем услышать.

Глава 13. Государственные и корпоративные облигации

Государство нуждается в эффективном рынке для обслуживания своего собственного долгосрочного долга. Эта часть фондового рынка, известная как **рынок золотообрезных бумаг, или первоклассных облигаций (gilt-edged market)**, который мы вкратце затронули в главе 1. «Золотообрезные бумаги» — это просто термин, который используется для обозначения английских **государственных облигаций (government bonds)** или **государственных ценных бумаг (government securities)**, которые так называются потому, что они представляют абсолютную вершину качества и надежности. Агентом правительства на рынке обычно выступает **Банк Англии**, но ответственность несет английское **Министерство по управлению долгом (Debt Management Office, DMO)**, которое сегодня является исполнительным органом **Казначейства**. **DMO** консультирует по вопросам эмиссии долговых обязательств и организует аукционы по продаже государственных бумаг от имени **Королевского Казначейства**. Регистрацию, обслуживание и погашение государственных ценных бумаг все еще осуществляет **Департамент регистрации Банка Англии**. Расчеты по сделкам с государственными бумагами в течение 2000 г. должны перейти в систему электронных расчетов **CREST** (см. главу 6). В 1999 г. общий оборот **государственных ценных бумаг** составил £1692 млрд (около 36% сделок совершались среди маркетмейкеров, а не с клиентами), а общая стоимость всех зарегистрированных на бирже ценных бумаг составила около £333 млрд на конец 1999 г.

Рыночная стоимость новых выпусков в течение года составила около £14,6 млрд. Выпускались новые эмиссии, чтобы заменить собой те бумаги, которые были **погашены (matured)**. В 1999 г. государство находилось в положении чистого плательщика долгов, поскольку погашения существующих ценных бумаг в сумме £18,8 млрд в достаточной степени превышали новые выпуски. Такая ситуация заметно контрастировала с большинством периодов в прошлом. Во время спада начала 1990-х гг. доходы государства от налогов, других источников упали, в то

время как его расходы на выплату пособий по безработице и другим статьям резко возросли. В 1993 г. с помощью эмиссии государственных ценных бумаг государство сделало чистых заимствований на сумму £51 млрд.

Высокие обороты рынка государственных бумаг по сравнению со стоимостью ценных бумаг, зарегистрированных на бирже, частично отражают крупные и довольно частые **переключения, или переброски (switching)**, с одних бумаг на другие, когда та или иная ценная бумага предлагает большую ставку процента или налоговые преимущества для определенной группы владельцев. И последние изменения в структуре рынка (см. ниже) могли бы в будущем сделать этот рынок еще более ликвидным.



Рис. 13.1. Чистые эмиссии государственных бумаг. Этот график отражает большие различия в потребностях государства в заемных средствах. В начале 1990-х гг. заимствования резко выросли во время спада из-за сократившихся налоговых поступлений и высоких расходов системы социального страхования на выплату пособий по безработице и тому подобным расходам. К концу 1990-х гг. проявились выгоды от более здоровой экономики. Правительство фактически гасило больше ценных бумаг, чем оно выпускало, и инвесторы столкнулись с дефицитом бумаг, в которые они могли бы инвестировать свои деньги. Источник: *Office for national Statistics: Financial Statistics*

Освещение прессой рынка государственных бумаг гораздо беднее, чем комментарии о рынке акций. За исключением отдельных комментариев, имеющих слишком технический характер, здесь почти не о чем говорить. Нет никаких битв, связанных с поглощениями и слияниями. Нет никаких объявлений о прибылях, влияющих на отдельные акции. Основные новости, которые приводят к движениям на рынке государственных бумаг,— это новости о состоянии английской экономики и финансовые прогнозы, сокращенные до мнения о вероятных из-

менениях процентных ставок и инфляции. Оценки потребности государства в заемных средствах, влияющие на объемы облигаций, которые будут выпущены в будущем, и изменения цен государственных бумаг на зарубежных рынках также играют свою роль. Отдельные новости могут повлиять на один сектор рынка государственных бумаг больше, чем на другой (см. далее), но комментарии об изменениях цен на отдельные облигации встречаются сравнительно редко. Это в равной степени справедливо и для комментариев в отношении облигаций, выпущенных промышленными и торговыми компаниями, которые функционируют так же, как и государственные облигации. Поэтому большинство объяснений в данной главе также применимо и к корпоративным облигациям, и прежде всего в отношении базового механизма ценообразования. Но на облигации компаний воздействуют и некоторые дополнительные факторы. Они будут рассмотрены ближе к концу главы.

Учитывая ограниченное количество факторов, воздействующих на рынок государственных бумаг, комментарии в прессе распадаются на три главные категории. Во-первых, появляются отдельные статьи о перспективах рынка бумаг с фиксированным процентом в целом, обычно вызванные событиями, которые могли бы послужить поворотной точкой в его развитии. Далее, есть публикации о намерениях DMO и методах, которые используются им для управления рынком. И наконец, есть регулярные, но короткие сообщения об изменениях цен на рынке государственных бумаг и облигаций с фиксированной процентной ставкой в целом, дополненные рассказами о причинах, которые их вызвали. Комментарии возрастают, появляются соответствующие новости о новых выпусках или изменениях в методах эмиссии со стороны DMO.

Новости, которые изменяют цены

Если вы помните основной механизм, описанный в главе 1, суть которого состоит в том, что, когда процентные ставки идут вверх, цены ценных бумаг с фиксированным доходом опускаются, а когда процентные ставки снижаются, цены бумаг с фиксированной процентной ставкой идут вверх, то большая часть этого раздела сразу становится понятной. Общая слабость фунта стерлингов сотрясает рынок государственных бумаг, потому что существуют опасения роста процентных ставок, чтобы защитить фунт стерлингов. Внутри страны боязнь более высокой инфляции, вызванной перегревом экономики, или чрезмерного роста доходов приносит с собой страх перед установлением более высоких процентных ставок. С другой стороны, если

фунт стерлингов силен и прогнозные показатели инфляции улучшаются, можно было бы ожидать более низких процентных ставок и возможного роста цен на государственные бумаги.

Однако на отдельные сегменты рынка государственных бумаг воздействуют разные факторы. Если правительству нужно защитить свою национальную валюту путем повышения краткосрочных процентных ставок (что немедленно влияет на стоимость банковских кредитов), то это, вероятно, больше всего отразится на доходности, ожидаемой по государственным облигациям, которым недолго осталось ждать погашения (см. далее). Именно поэтому облигация, которой остался, скажем, один-два года жизни до того, как она будет оплачена, имеет много общего с банковским депозитом, а доходы по этим двум разным видам вложений будут сильно влиять друг на друга. С другой стороны, когда инвесторы смотрят на доходы по облигациям с более длительным сроком обращения, скажем, 10 лет до момента погашения, они, вероятно, будут обращать больше внимания на свидетельства инфляционных тенденций в предстоящие годы. Это происходит потому, что они заинтересованы в **реальном доходе (real return)**, который предлагают облигации на протяжении своей жизни (доходе, скорректированном с учетом инфляции). Если возникают доказательства того, что инфляционное давление в предстоящие годы будет более высоким, чем предполагалось, то рынки ожидают роста долгосрочных доходов, чтобы компенсировать инвесторам более высокую инфляцию или поднять процентные ставки с целью ограничения роста инфляции. При прочих равных условиях это означает, что цены существующих долгосрочных, обладающих фиксированным доходом облигаций должны падать до тех пор, пока они не обеспечат такой доход, который в этих новых условиях ожидают инвесторы.

Помните, что для инвесторов жизненно важно заметить доказательство перемены в ожиданиях относительно инфляции или процентных ставок. У тех, кто покупает государственные бумаги как раз перед такой важной переломной точкой, после которой процентные ставки должны резко упасть, **общие доходы (overall returns)** могут оказаться очень высокими. Такое снова произошло в недавнем прошлом, и покупатель отдельных государственных бумаг в 1997 г. мог получить доход более чем в 50% за период в 18 месяцев.

Технические воздействия на рынок

С внешней стороны рынок подвержен влиянию различных **технических (technical)** факторов. Если на рынок в больших количествах выводятся новые выпуски ценных бумаг, то это может

опустить цены, поскольку предложение ценных бумаг на время будет обгонять готовность инвесторов покупать их. Методы продажи бумаг, используемые DMO, как раз предназначаются для сведения подобного эффекта к минимуму. На рынок государственных облигаций может повлиять сильный приток негосударственных облигаций, которые выпускают компании и другие эмитенты. Еще один технический аспект рынка, который в настоящее время часто упоминается, связан с возможностью игры на изменениях цен государственных бумаг за счет покупки или продажи **финансовых фьючерсных контрактов (financial futures contracts)** (см. главу 18). Изменения цен на очень чувствительном **рынке финансовых фьючерсов (financial futures market)** могут возвещать о тенденциях на самом рынке государственных бумаг, который часто называют **наличным рынком (cash market)**, когда противопоставляют его **фьючерсному рынку (futures market)**.

Виды ценных бумаг

Для понимания более подробных комментариев нам надо немного ближе взглянуть на структуру рынка.

Хотя термины **рынок государственных облигаций (guilt-edged market)** и **рынок бумаг с фиксированным процентом (fixed-interest market)** часто используются как взаимозаменяемые, они не всегда означают одно и то же. Не все государственные бумаги приносят постоянную ставку процента, хотя огромное их большинство именно такие. И не все бумаги с фиксированным доходом являются государственными облигациями. Существуют облигационные займы, выпущенные промышленными и финансовыми компаниями (**корпоративные облигации (corporate bonds)**), **промышленные облигации (industrial loans)**, **необеспеченные или обеспеченные активами компании облигации (corporate loans или debentures)**), облигации, выпущенные местными органами власти (**corporation loans**), и облигации, выпущенные в фунтах стерлингов нерезидентами на английском рынке (**bulldog bonds, облигации «бульдог»**). Также существуют **конвертируемые бумаги (convertible stocks)**, выпускаемые компаниями, которые обсуждались в главе 5. По объему эмиссии на рынке преобладают английские государственные ценные бумаги, но облигации, выпущенные компаниями, также занимают заметное место.

Жизнь ценной бумаги

Большинство государственных облигаций являются **погашаемыми (redeemable)**. Это означает, что правительство в некоторый момент времени выплачивает их стоимость. Однако существуют

немногочисленные виды бумаг, которые не имеют фиксированной даты погашения. Военный заем (War Loan) является, возможно, наиболее известной из этих **бессрочных ценных бумаг (undated или irredeemable)**. Бессрочные бумаги также имеют свою стоимость, поскольку право на ежегодное получение процента обладает стоимостью. Обладатели этих ценных бумаг, которые хотят вернуть свой капитал, могут получить его только в результате продажи данных бумаг другим инвесторам.

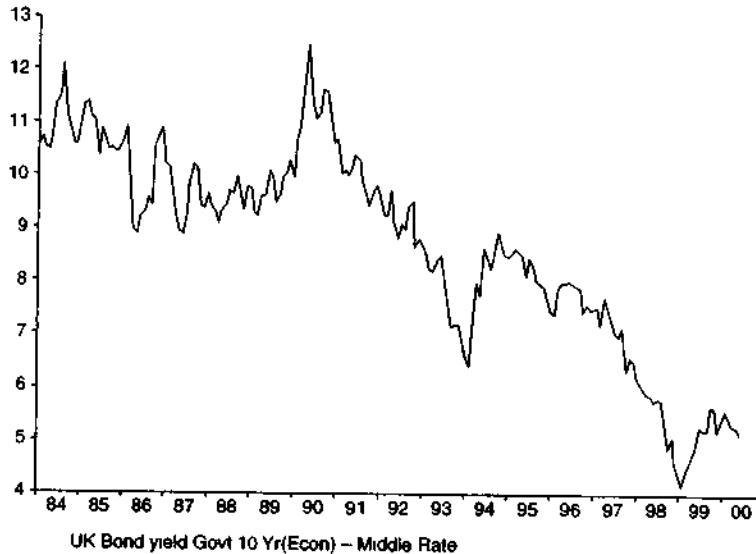


Рис. 13.2 Доходность 10-летних английских государственных облигаций. График показывает падение доходности по 10-летним государственным облигациям (Econ — средняя ставка) в Великобритании после дней сильной инфляции и частично отражает уменьшающееся влияние страхов перед инфляцией по мере продвижения дальше в 1990-е гг. Компании платят немного больше, чем государство, когда они занимают деньги посредством эмиссии облигаций, но ясно, что их издержки по долгосрочным заимствованиям стали значительно ниже. Однако это не такие уж хорошие новости. Более низкие долгосрочные доходности по облигациям означают, что пенсионные сбережения дают более низкий доход при выходе на пенсию. Источник: *Datastream*.

Бумаги с **фиксированным сроком погашения (dated)**, приносящие постоянный доход, подразделяются в соответствии со **сроком обращения (life)** или **сроком до погашения (maturity)**, т. е. периодом времени, в течение которого они должны находиться в обращении, пока не будут погашены. Те из них, чей срок обращения не превышает 7 лет (мнения расходятся — *Financial Times* выбирает срок 5 лет), классифицируются как **краткосрочные**,

или **короткие, бумаги (shorts)** те, которые живут от 7 до 15 лет, — как **среднесрочные (medium-dated)**, а ценные бумаги со сроком более 15 лет рассматриваются как **долгосрочные**, или **длинные, бумаги (longs)**. Эти классификации отражают текущее состояние ценных бумаг, а не их срок обращения в момент выпуска. Двадцатипятилетняя облигация, выпущенная в 1987 г., соответственно срок погашения которой приходится на 2012 г., первоначально относилась бы к категории «долгосрочных», но в 1999 г. до ее погашения оставалось бы 15 лет и она стала бы классифицироваться как «среднесрочная». Как классифицируются облигации в зависимости от **даты погашения (redemption date)**, под заголовком «UK Gilts Prices» можно увидеть в разделе «Companies & Markets» газеты *Financial Times*.

Как устанавливаются котировки

Если вы посмотрите на цены государственных облигаций в 1999 г., то вы заметите, что цены, по которым котировались обычные облигации с фиксированным доходом, в основном находились в диапазоне между 100 и 140. Хотя знаки фунта стерлингов пропускаются, это цены в фунтах и десятых долях фунта для облигации номиналом £100 (рынок традиционно использовал такие доли, как $\frac{1}{32}$ фунта, но теперь используются его десятые доли). На практике котироваемые цены — это **средние цены (middle prices)** между ценами покупки и продажи, которые обычно определяют маркетмейкеры. Как мы видели ранее, цены и процентные ставки выражаются в долях от номинала ценной бумаги в £100, хотя это не означает, что покупатели или продавцы должны заключать сделки на круглые суммы, кратные £100. Но 6%-ная облигация приносит £6 на каждые £100 номинальной стоимости, и при погашении облигация обычно оплачивается по этой **номинальной (nominal или par value)** стоимости £100. Примечательно, что в 1999 г. почти все погашаемые облигации оценивались на рынке выше своей номинальной стоимости £100. Такое бывает далеко не всегда, но будет происходить тогда, когда за периодом высоких процентных ставок следует период более низких долгосрочных процентных ставок.

Диапазон купонов

Широкий диапазон процентных ставок, или **купонов (coupons)**, по разным облигациям — начиная с менее 3% и до $13\frac{3}{4}\%$ в 1999 г. дает некоторое представление о процентной ставке, которую должно было платить государство, когда они были впервые выпущены, и соответственно об очень больших изменениях

в процентных ставках за эти годы. Этот показатель не является идеальным указателем, поскольку ценные бумаги часто выпускаются немного выше или ниже своей номинальной стоимости £100 (с премией (*at a premium*) или с дисконтом (*at a discount*)), так что доходность для покупателя даже в самом начале существенно отличается от купонной ставки.

Название не имеет значения

Облигации иногда носят любопытные названия, такие как *Treasury* (казначейские), *Exchequer* (казначейские) и *Funding* (финдированные). В наши дни название «*Treasury*» или «*Exchequer*» выбирается тогда, когда обстоятельства диктуют необходимость помочь с идентификацией бумаг. Если существуют облигации с похожим купоном, погашаемые в одном и том же году, то выбирается название «*Exchequer*», когда уж существует похожая облигация, то выбирается название «*Treasury*». Слово «*Loan*» в названии указывает на то, что облигация может храниться в виде облигации на предъявителя.

Независимо от своего названия все собранные деньги идут в централизованный общий фонд. На что важно обращать внимание, так это на процентную ставку и дату погашения, которые следуют за названием ценной бумаги. Когда показываются две даты погашения, облигация не будет погашаться до наступления первой даты и должна быть погашена до наступления второй. Так, Казначейская 5½%-ная 2008–2012 г. приносит £5,50 в год на каждую облигацию номиналом £100 (имеет купон в 5½%) и должна быть погашена (по усмотрению правительства) самое раннее в 2008 г., а самое позднее в 2012 г. Казначейская 8%-ная 2013 г. приносит купонный доход в 8% и будет погашена в 2013 г.

Расчет текущей доходности

Процентная ставка или купон — это не доходность, которую получает покупатель облигации, если не случается так, что он приобретает облигацию по ее номинальной стоимости £100. Доходность для инвестора зависит от цены облигации на рынке. Проиллюстрируем это на примере с облигацией, которая продается на рынке ниже своего номинала. Давайте назовем ее Воображаемая Казначейская 3,5%-ная 2009 г. и предположим, что в конце 1999 г. ее цена на рынке была £90.

Покупатель облигации в 1999 г. заплатил бы только £90, чтобы приобрести облигацию номинальной стоимостью £100 и приносящую годовой доход £3,50. Доход в сумме £3,50 при затратах в £90 обеспечивает доходность 3,89% на эту инвестицию.

Этот показатель известен как **текущая доходность** (*interest yield, income yield, flat yield* или *running yield*). Чтобы рассчитать текущую доходность, вам нужно выразить годовой доход в процентах от цены, которую заплатил бы инвестор. Следовательно, формула расчета текущей доходности имеет следующий вид:

$$\text{Процент } (£3,50) / \text{Рыночная цена } (£90) \times 100,$$

что дает нам результат 3,89%.

Что означает доходность к погашению

Если бы Воображаемая Казначейская 3,5%-ная была бессрочной облигацией, то этим все бы и закончилось. Но она должна быть погашена по своей номинальной стоимости £100 в 2009 г. Таким образом, покупатель в 1999 г. мог бы сказать себе: «Я плачу £90 за бумагу, которая принесет мне при погашении £100, если я продержу ее до 2009 г. Другими словами, в 2009 г. я получу прирост капитала на сумму £10 в дополнение к тому доходу, который я уже получил. Эти £10 на самом деле представляют собой часть общего дохода, который я получил бы от ценной бумаги, если бы держал ее у себя. Если я распределю эти £10 на десять лет, которые эта облигация должна находиться в обращении, то получится £1 в год. Поэтому я как бы получаю £1 в год на мое капиталовложение в £90, что составляет примерно 1,11%. Это моя **прибыль к погашению** (*gain to redemption*). Если я прибавлю ее к доходности в 3,89%, которую я получаю исходя из купонного дохода, у меня получается условная комбинированная доходность в 5%».

В реальной жизни инвестор, который сделал подобные расчеты, ухватил бы общий принцип, но допустил бы ошибку в деталях. Для расчета общего дохода требуется формула сложного процента, и лучше всего это делать с помощью компьютерной программы или профессионального калькулятора. Но он прав, так как *Financial Times* котирует две доходности для каждой государственной облигации с фиксированным сроком погашения. Первая из них **текущая доходность** (*interest yield*), затем следует **доходность к погашению** (*redemption yield*), которая объединяет текущую доходность с условной **прибылью** или **убытками к погашению** (*gain or loss to redemption*) (см. далее). Если Воображаемая Казначейская 3,5%-ная 2009 г. по цене £90 демонстрирует текущую доходность в 3,89%, в действительности она давала бы доходность к погашению примерно 4,78%.

Возможно, легче всего понять принципы обращения, связанные с облигациями с фиксированными процентами, взяв — как

UK GILTS - cash market

| Name (Date up to Five Years) | Yield | | Price £ | 52 week | | Yield | Index (1) (2) | Price £ | 52 week | |
|-------------------------------|-------|------|---------|---------|--------|--------|---------------|---------|---------|--------|
| | Int | Red | | + or - | High | | | | Low | + or - |
| Shorro (100 up to Five Years) | 12.96 | 5.92 | 100.28 | -02 | 108.02 | 100.26 | 108.40 | 109.88 | +03 | 119.73 |
| Tr 11/10/00 | 7.93 | 6.00 | 100.85 | -01 | 104.15 | 100.85 | 105.85 | 113.14 | -01 | 120.04 |
| Tr 11/10/01 | 0.13 | - | 100.00 | -01 | 100.44 | 99.95 | 101.74 | 116.74 | +05 | 119.82 |
| Tr 11/10/02 | 9.76 | 6.07 | 102.49 | -01 | 107.53 | 102.49 | 103.39 | 110.24 | +02 | 135.61 |
| Tr 11/10/03 | 9.38 | 6.07 | 103.90 | -01 | 108.23 | 103.90 | 105.18 | 125.96 | +02 | 135.61 |
| Tr 11/10/04 | 6.92 | 6.10 | 101.14 | -01 | 104.02 | 103.90 | 105.18 | 125.96 | +02 | 135.61 |
| Tr 11/10/05 | 9.40 | 6.13 | 106.43 | -01 | 111.59 | 106.34 | 108.05 | 116.75 | +13 | 122.22 |
| Tr 11/10/06 | 6.88 | 6.04 | 101.72 | -01 | 104.57 | 106.92 | 108.92 | 108.91 | +10 | 108.06 |
| Tr 11/10/07 | 9.05 | 6.13 | 106.13 | -01 | 112.31 | 106.98 | 108.98 | 109.15 | +12 | 111.10 |
| Tr 11/10/08 | 9.09 | 6.13 | 107.21 | -01 | 112.31 | 106.98 | 108.98 | 109.15 | +16 | 135.49 |
| Tr 11/10/09 | 8.47 | 6.13 | 106.26 | -01 | 110.83 | 106.74 | 108.74 | 137.74 | +02 | 132.26 |
| Tr 11/10/10 | 8.92 | 6.13 | 108.34 | -01 | 114.70 | 108.74 | 110.74 | 122.43 | +02 | 132.26 |
| Tr 11/10/11 | 7.60 | 6.01 | 105.31 | -01 | 108.14 | 104.13 | 106.13 | 127.86 | +13 | 124.75 |
| Tr 11/10/12 | 6.96 | 6.02 | 111.38 | -02 | 109.02 | 106.54 | 108.54 | 120.48 | +13 | 124.75 |
| Tr 11/10/13 | 13.88 | 5.89 | 100.54 | -02 | 109.02 | 106.54 | 108.54 | 120.48 | +13 | 124.75 |
| Tr 11/10/14 | 8.39 | 5.89 | 101.67 | -01 | 104.48 | 108.88 | 110.88 | 132.62 | +38 | 132.62 |
| Tr 11/10/15 | 11.08 | 6.08 | 103.77 | -01 | 110.11 | 103.77 | 105.77 | 130.57 | +38 | 130.57 |
| Tr 11/10/16 | 8.00 | 6.02 | 113.90 | +01 | 119.12 | 112.33 | 114.33 | 127.70 | +28 | 138.53 |
| Tr 11/10/17 | 5.15 | 5.82 | 97.15 | +01 | 98.80 | 94.53 | 96.53 | 135.82 | +30 | 152.48 |
| Tr 11/10/18 | 3.77 | 5.82 | 92.78 | -01 | 93.21 | 88.41 | 90.41 | 157.82 | +21 | 170.48 |
| Tr 11/10/19 | 8.32 | 5.75 | 114.15 | -01 | 118.65 | 112.17 | 114.17 | 143.22 | +37 | 151.64 |
| Tr 11/10/20 | 6.49 | 5.69 | 104.07 | -01 | 108.49 | 101.32 | 103.32 | 157.84 | +38 | 132.62 |
| Tr 11/10/21 | | | | | | | | 97.76 | +38 | 100.57 |
| Tr 11/10/22 | | | | | | | | | | |
| Over Five Years | | | | | | | | | | |
| Tr 11/10/23 | 8.23 | 5.76 | 115.49 | +01 | 119.94 | 113.23 | 115.23 | 132.94 | +28 | 138.53 |
| Tr 11/10/24 | 8.07 | 5.76 | 121.12 | +01 | 126.32 | 118.78 | 120.78 | 145.09 | +30 | 152.48 |
| Tr 11/10/25 | 8.10 | 5.82 | 119.61 | -01 | 127.01 | 119.25 | 121.25 | 164.34 | +21 | 170.48 |
| Tr 11/10/26 | 7.53 | 5.71 | 112.86 | +02 | 126.73 | 110.08 | 112.08 | 164.34 | +37 | 151.64 |
| Tr 11/10/27 | 7.89 | 5.59 | 122.04 | +05 | 126.07 | 118.54 | 120.54 | 143.22 | +38 | 132.62 |
| Tr 11/10/28 | 7.00 | 5.68 | 119.77 | +03 | 131.86 | 117.25 | 119.25 | 97.76 | +38 | 100.57 |
| Tr 11/10/29 | 7.72 | 5.26 | 108.61 | -02 | 107.43 | 102.64 | 104.64 | 97.76 | +38 | 100.57 |

Source: Debt Management Office (DMO). All UK Gilts are tax-free to non-residents on application and Ex-dividend. Closing mid-prices are shown in pounds per £100 nominal of stock. Int: Yield; Red: Yield; Gross redemption yield; Prospective real index-linked redemption yields are calculated by HSBC Bank plc from GEMMA clearing prices & indicative price Gilts "runners" - the benchmarks and most liquid gilts are shown in bold type.

Other Fixed Interest

| Index | Int | Red | Yield | Price £ | + or - | 52 week High | 52 week Low |
|-----------------------|------|------|-------|---------|--------|--------------|-------------|
| Allen Over 10-yr 2009 | 8.09 | 8.20 | 128.4 | 128.4 | 130% | 123 | 123 |
| Banque 11-yr 2012 | 7.89 | 6.10 | 146 | 146 | 153 | 140% | 140% |
| Leeds 11-yr 2006 | 9.96 | 6.50 | 130.2 | 130.2 | 142 | 132% | 132% |
| Liverpool 3-yr 10-yr | 5.30 | 5.30 | 86.6 | 86.6 | 73 | 55 | 55 |
| LDX 3-yr 20 All | 5.26 | 5.20 | 57 | 57 | 64 | 50 | 50 |
| Manchester 11-yr 2007 | 8.78 | 6.10 | 101 | 101 | 134.1 | 127 | 127 |
| M&P 10-yr 3-yr B | 3.30 | 6.50 | 91 | 91 | 91.2 | 85 | 85 |
| Windsor 11-yr 2011 | - | - | 187.3 | 187.3 | 200.5 | 174.3 | 174.3 |
| 4-yr L 2024 | - | 3.20 | 183.2 | 183.2 | 188% | 188% | 188% |

Prospective real redemption rate on projected inflation of (1) 5% and (2) 3%. Figures in parentheses show 8% beta for indexing for 8 months prior to issue and have been adjusted to reflect estimate of RPI in 100 in January 1987. Conversion factor 3.945 RPI for October 1989-1985 and for May 2000-1707.

Пример 13.1 Информация о ценах на английские государственные облигации. Источник: Financial Times

сделали это мы — облигацию, которая держится на рынке ниже своей номинальной стоимости в £100 и соответственно по ней существует прибыль к погашению для инвестора. Так может происходить, если облигация первоначально была выпущена в период очень низких процентных ставок, когда инвесторы ожидали дохода всего в 3,5%. Даже после очень резких сокращений значительно более высоких процентных ставок, превалировавших в предшествующий период, в 1999 г. инвесторы все еще ожидали доходность более чем 3,5% на десятилетнюю облигацию. Поэтому они не купили бы нашу Воображаемую Казначейскую 3,5%-ную 2009 г., пока цена не упала бы до уровня, который показал бы доход на их капиталовложение в соответствии с тем, что они могли бы получить по сравнимым облигациям: в целях иллюстрации мы взяли примерно 4,8%.

В 1999 г. большинство государственных облигаций котировались примерно на уровне 100. Облигации выпускались с большими купонами, в то время как процентные ставки были высокими. Когда ожидаемые доходности упали, инвесторы соглашались платить за облигацию больше ее номинальной стоимости в £100. В этой ситуации покупатель, конечно, будет регистрировать для себя капитальный убыток, а не прирост капитала, так как за облигацию при погашении заплатят только £100. В этом случае доходность к погашению будет ниже, чем текущая доходность. Доход, который получает инвестор за эти годы, должен быть достаточно высоким, чтобы компенсировать указанный выше капитальный убыток при погашении.

Возьмем пример. В конце 1999 г. Казначейские 9%-ные 2012 г. стояли на рынке на отметке 134,22. Эти облигации предлагали текущую доходность величиной 6,57%, но доходность к погашению составляла только 5,03%, если учитывать убыток инвестора в результате погашения в 2012 г. по £100.

Как налоги влияют на доходы

Обмен одной государственной облигации на другую часто связан с налоговыми соображениями. Сейчас ситуация еще более сложная. В широком смысле, частные инвесторы платят налоги на доход или на условный доход от государственных облигаций, но не платят никакого налога на прирост капитала (соответственно они не могут компенсировать капитальные убытки за счет прироста где-нибудь в другом месте). Корпоративные инвесторы, с другой стороны, платят налог на общий доход вне зависимости от того, погасил ли он в форме дохода или как прирост капитала. Разумеется, пенсионные фонды не должны

платить налог с дохода или с прироста капитала, поскольку доходы по их ценным бумагам свободны от налогов.

Отсюда следует, что разница между текущей доходностью и доходностью к погашению является очень важной для инвесторов (хотя несколько меньше, чем когда ставки налога на доход были выше 40%). Давайте посмотрим на это с точки зрения частного инвестора, который платит самую высокую ставку налога в 40% и оставляет себе только 60 пенсов из каждого £1 дохода от владения государственными облигациями, но сохраняет £1 из каждого £1 прироста капитала, который ему достается от погашения облигаций. Снова посмотрим на Казначейскую 9%-ную 2012 г., которая котируется на рынке по цене £134,22. Инвестор получает доход в 6,57%, но несет условный убыток к погашению в размере 1,54%, что дает комбинированную доходность к погашению в 5,03%. Для частного инвестора, который платит 40%-ный налог, налоговые обязательства воздействуют на его доход так, как показано в табл. 13.1.

Таблица 13.1

| | Валовой процент | Чистый процент за минусом налога |
|------------------------------|-----------------|----------------------------------|
| Текущая доходность | 6,57 | 3,94 |
| Прибыль (убыток) к погашению | (1,54) | (1,54) не облагается налогом |
| Общий доход | 5,03 | 2,40 |

Итак, чистый доход (*net income*) составляет 2,40%. Теперь посмотрим на другую облигацию, Казначейскую 5³/₄%-ную 2009 г., которая в это же время стоит на рынке £105,04, чтобы давать текущую доходность в 5,47% и доходность к погашению 5,10% (табл. 13.2)

Таблица 13.2

| | Валовой процент | Чистый процент за минусом налога |
|------------------------------|-----------------|----------------------------------|
| Текущая доходность | 5,47 | 3,28 |
| Прибыль (убыток) к погашению | (0,37) | (0,37) не облагается налогом |
| Общий доход | 5,10 | 2,91 |

Доходность к погашению по бумаге с фиксированным доходом 5³/₄% находится на уровне 5,1%, что всего лишь немного выше 5,03%, доступных по 9%-ной облигации. Но общий доход после уплаты налога для частного инвестора значительно выше, составляя 2,91% против 2,4%, которые он получил бы по 9%-ной облигации. Это происходит потому, что меньшая часть дохода по облигации со ставкой 5³/₄% поступает в форме налогооблагаемого дохода. Данный пример подчеркивает важный аспект рынка государственных облигаций. Ни одна из государственных облигаций не похожа на другую. Разные облигации стоят разные суммы для разных классов инвесторов.

Однако помните, что доходности к погашению являются до некоторой степени условными. Доходность к погашению важна для инвестора в том случае, когда он держит облигацию до погашения. В промежуточном периоде ее цена будет определяться взаимной игрой покупателей и продавцов. В итоге она будет по мере приближения даты погашения двигаться в сторону 100. Это известно как **тяготение погашения** (*pull to redemption*). Но доходность к погашению является основной базой для сравнения одной облигации с другой и для расчетов вероятной цены, которую заемщик должен будет заплатить за привлечение денег с помощью выпуска облигаций в определенное время.

Влияние процентных ставок

Еще один пример поможет объяснить поведение цен на рынке государственных облигаций (и других форм рынка облигаций). Снова будет легче, если мы возьмем условный пример, чем будем брать реальные ценные бумаги. Предположим, что в 1999 г. правительство решило выпустить три различные облигации. Одна из них была краткосрочной со сроком обращения 3 года, другая — среднесрочной со сроком обращения 10 лет и третья — долгосрочной со сроком жизни 25 лет. Также допустим, что правительство полагает, учитывая структуру процентных ставок на тот момент, предложить инвесторам доходность к погашению 4,5% по каждой из облигаций, с тем чтобы заинтересовать инвесторов в их покупке (мы взяли эти цифры для удобства, а не как показатель точных процентных ставок в то время). Следовательно, каждая облигация выпускается с номинальной стоимостью £100 с купоном 4,5%.

Конечно, наши допущения несколько нереалистичны. Очень маловероятно, что доходности, которые ожидают инвесторы, будут одинаковыми для краткосрочной, среднесрочной и долгосрочной облигаций. Но они служат для иллюстрации су-

ти наших объяснений. Итак, у нас есть три облигации, данные по которым представлены в табл. 13.3.

Таблица 13.3

| | Цена (£) | Текущая доходность (%) | Доходность к погашению (%) |
|------------------------------|----------|------------------------|----------------------------|
| Краткосрочная 4,5% (2002 г.) | 100 | 4,5 | 4,5 |
| Среднесрочная 4,5% (2009 г.) | 100 | 4,5 | 4,5 |
| Долгосрочная 4,5% (2024 г.) | 100 | 4,5 | 4,5 |

Когда каждая из облигаций продается по цене £100, текущая доходность и доходность к погашению являются совершенно одинаковыми, потому что в этот момент они не имеют для инвестора никакой прибыли или убытка к погашению.

Теперь предположим, что год спустя дела в английской экономике ухудшились. Появились свидетельства того, что на подходе более высокая инфляция, и инвесторы требуют в качестве компенсации более высокую доходность. Если правительство в этот момент выпускало новую государственную облигацию, оно должно было бы предложить доходность, скажем, в 6%, чтобы убедить инвесторов в ее покупке. Что произойдет с рыночными ценами наших трех облигаций, выпущенных в 1999 г.? Очевидный ответ состоит в том, что ни один инвестор не будет покупать их по цене £100, когда доходность к погашению составляет всего 4,5%. Цены облигаций на рынке должны будут падать, пока они не достигнут уровня, при котором инвесторы стали бы их покупать. Каким будет этот уровень? Это такая цена, при которой они будут предлагать доходность к погашению в 6%, которую теперь ожидают инвесторы. И снова мы немного отходим от реальности, потому что сомнительно, чтобы инвесторы ожидали бы точно такой же доходности к погашению от этих трех облигаций с разными сроками обращения и различными налоговыми характеристиками. Но для иллюстрации нашего рассказа ситуация будет такой, как показано в табл. 13.4, когда каждая облигация теперь должна предлагать доходность к погашению в 6% (напомним, что остающийся срок обращения каждой бумаги теперь стал на год короче, чем когда они были выпущены в 1999 г.).

Таблица 13.4

| | Цена (£) | Текущая доходность (%) | Доходность к погашению (%) |
|------------------------------|----------|------------------------|----------------------------|
| Краткосрочная 4,5% (2002 г.) | 97,25 | 4,63 | 6,00 |
| Среднесрочная 4,5% (2009 г.) | 89,80 | 5,01 | 6,00 |
| Долгосрочная 4,5% (2024 г.) | 81,20 | 5,54 | 6,00 |

Этот пример очень ясно показывает, что долгосрочные облигации демонстрируют гораздо более значительные изменения цен при данном изменении процентных ставок, чем краткосрочные облигации. Инвестор в краткосрочную облигацию, который купил ее первоначально за £100 и теперь хочет ее продать, потерял бы некоторую сумму денег, но не очень большую. Инвестор со среднесрочной облигацией потерял бы достаточно много, а инвестор, вложивший деньги в долгосрочную бумагу, потерял бы больше всех. Инвесторы во все три облигации в конечном итоге получили бы обратно свою сотню, если бы они держали облигации до момента погашения, но в промежутке перед этим несли бы существенные убытки. Таким образом, инвесторы, которые не склонны к риску и могли бы захотеть быстро получить свои деньги назад, вероятно, купят краткосрочные облигации. Те, кто хочет связать свои деньги на длительный срок при условии получения известного дохода, вместе с более склонными к риску инвесторами и теми, кто хочет сознательно сделать ставку на благоприятные изменения в процентных ставках, с большей вероятностью уйдут в долгосрочные облигации.

Тяготение погашения гораздо сильнее у краткосрочных облигаций, чем у долгосрочных. Когда облигация должна погашаться с ближайшем будущем по номиналу £100, погашение оказывает преобладающее влияние, и ее цена не будет так широко колебаться в ответ на изменения в процентных ставках. Как показывает пример, им и нет необходимости так себя вести, чтобы приспособиться к изменяющимся ожиданиям инвесторов в отношении дохода, который они должны получить. В наши дни краткосрочные процентные ставки могут колебаться очень широко (возможно, больше, чем долгосрочные доходности) и будут в большей степени влиять на краткосрочные облигации, чем на долгосрочные бумаги. Таким образом, как показывает наш пример, ценовые колебания могут быть вполне заметными даже в **краткосрочном сегменте (short end)** рынка. Но риск капитального убытка здесь все же значительно ниже, чем на рынке долгосрочных облигаций. Отчеты о состоянии рынка часто будут подчеркивать разную величину изменений цен в долгосрочном и краткосрочном сегментах рынка облигаций. Инвесторы перемещают свои средства между бумагами с разными сроками погашения в соответствии с ожидаемым направлением движения долгосрочных и краткосрочных процентных ставок.

С дивидендом и без дивиденда

Проценты по большинству государственных облигаций выплачиваются два раза в год. Между этими двумя выплатами дивиденда

денные платежи нарастают (*accruing*) — накапливаются — до момента их выплаты. Цены на государственные облигации теперь котируются чистыми (*clean*) (из них исключается **накопленный доход** (*accrued income*)). Но покупатель обычно платит (и получает право) за любой доход, который накопился со дня последней даты выплаты дивиденда, вдобавок к цене, которую он платит за саму облигацию. Если же он покупает ее, когда облигация котируется без дивиденда (*ex-dividend*) (см. главу 4), продавец сохраняет за собой право на будущую дивидендную выплату. Поскольку дата, когда облигация начинает продаваться без дивиденда, точно не совпадает с окончанием процентного периода (периода начисления процентов), продавец делает покупателю скидку в размере процента за тот период, когда покупатель будет владеть облигацией, но проценты от правительства по ней будет получать продавец. Доходности по государственным облигациям всегда рассчитываются на основе **чистых цен** (*clean prices*). Для налогоплательщиков, которые платят налоги по высокой ставке, было бы выгодно купить облигацию как раз после того, как она стала котироваться без дивиденда, и продать ее незадолго до того, как должен быть выплачен следующий дивиденд. В этом случае они не получают дохода, который облагается налогами по высоким ставкам, но получили бы выгоду в форме не облагаемого налогом прироста капитала.

Эта практика, известная как **отрыв дивидендов** (*dividend stripping*), сегодня запрещена законом, и процент обычно облагается налогом как доход, получен ли он в форме процента или прироста капитала. Однако делается исключение для тех инвесторов, номинальная стоимость вложений которых в государственные облигации составляет менее £5000.

Тот факт, что проценты по большинству английских государственных облигаций выплачиваются двумя равными шестимесячными долями (выплачиваются **полугодовыми** (*semi-annual*)), создает небольшое затруднение при сравнении таких облигаций с облигациями, по которым процент выплачивается единой суммой в конце года. Процент, получаемый после первых шести месяцев, сам может быть инвестирован, для того чтобы принести проценты за вторую половину этого года. Предположим, что инвестор купил государственную облигацию с купоном 5% по ее номинальной стоимости £100. После шести месяцев он получает процентный доход в сумме £2,50 и может реинвестировать его, скажем, под те же самые 5%, чтобы заработать 6,25 пенса в виде процентов за вторые шесть месяцев. Общая сумма процентов, которую он получает за весь год, соответственно составляет £5,0625, а не £5, и 5%-ный купон по облигации в действительности стоит 5,0625%, если сравнивать

его с облигацией, выплачивающей проценты в виде единовременной годовой суммы (см. также главу 17).

Индексированные и другие облигации

До сих пор мы говорили об облигациях с фиксированной ставкой процента. Но существуют и раньше существовали другие виды государственных облигаций. Например, в 1996 г. были выпущены государственные облигации с плавающей процентной ставкой, которые подлежали погашению в 2001 г. Доход инвестора по такой облигации изменяется в зависимости от изменений в процентных ставках в экономике.

Также существуют **индексированные облигации** (*index-linked stocks*), которые обеспечивают защиту от инфляции (действуют как **инфляционная страховка** (*inflation hedge*)). Впервые они появились в 1981 г. для пенсионных фондов, затем стали доступны и для всех категорий инвесторов. Сегодня такие облигации составляют до 20% портфеля государственных облигаций. В случае индексированной облигации и доход, и цена, по которой она будет погашаться, корректируются с учетом изменения **розничных цен** (*retail prices*). Другими словами, и доход, и капитал сохраняют свою **реальную стоимость** (*real value*). Цена, которую вы платите за такую защиту, гораздо ниже купонной ставки.

Скажем, индексированная облигация выпускается с номинальной стоимостью £100 и купоном 2,5%. На протяжении следующих пяти лет розничные цены в целом растут на 30%. Это означает, что вы бы потратили £130 на покупку товаров и услуг, которые пять лет назад вы могли бы купить всего за £100. Поэтому цена, по которой будет погашаться облигация, возрастает до £130. Процент, который она приносит, также должен увеличиться на 30%, чтобы поддержать реальную процентную ставку на уровне 2,5%. Поэтому процентная ставка через пять лет будет составлять 2,5% от новой стоимости погашения в £130 (что эквивалентно 3,25% на первоначальную номинальную стоимость £100).

Конечно, если на шестой год розничные цены упали, стоимость погашения может быть снова скорректирована в сторону снижения от £130, и то же самое могло бы произойти и с процентом. Но в случае более вероятного события, состоящего в том, что цены продолжают свой рост (хотя и с разными темпами в разных обстоятельствах), стоимость погашения облигации будет продолжать расти.

На практике стоимость погашения индексированной облигации не совпадает с изменением розничных цен (которое измеряется индексом **розничных цен** (*retail price index, RPI*)), как

показано в нашем примере, поскольку имеет место временной лаг в 8 месяцев. Размер выплачиваемого процента устанавливается за 8 месяцев до начала процентного периода. Это означает, что доход за последние 8 месяцев жизни облигации не индексируется. Реальный доход соответственно будет изменяться в зависимости от будущего темпа инфляции. В качестве компенсации инвестору компенсируется инфляция за 8 месяцев, предшествующих выпуску облигации. *Financial Times* публикует две возможные реальные доходности к погашению, одна из предположения об инфляции в 5%, а другая — из предположения об инфляции в 3% (это показатель того, насколько за последние годы упали инфляционные ожидания, поскольку раньше эти цифры составляли 10 и 5% соответственно). *Financial Times* также показывает (в скобках после названия индексированной облигации) точку отсчета для индексируемой суммы в виде значения индекса розничных цен или RPI.

Рыночная цена индексированных облигаций, как и облигаций с фиксированной процентной ставкой, непосредственно не определяется стоимостью погашения, хотя она начнет оказывать все большее влияние по мере приближения даты погашения. Реальные доходности к погашению являются очень низкими (в конце 1999 г. они были в основном в районе 2%), частично отражая тот факт, что большая часть дохода приходит в форме не подлежащего налогообложению увеличения капитала. Индексированные облигации являются не самими привлекательными, когда реальные нормы дохода (*real rate of return*) по обычным государственным облигациям находятся на высоком уровне, другими словами, когда номинальные доходности заметно выше темпа инфляции. Индексируемые облигации более популярны, когда растет страх перед инфляцией.

Индексы для государственных облигаций

Изменения цен на рынке бумаг с фиксированной доходностью измеряются при помощи ряда индексов. Отдельные **Индексы FTSE (FTSE Actuaries indices)** публикуются для ряда государственных облигаций с различными сроками погашения, а также для **бессрочных облигаций (irredeemables)**. Кроме того, существует **Общий индекс всех облигаций (All Stock Indices)**, т. е. для государственных облигаций в целом. Имеются также отдельные индексы для индексированных облигаций, охватывающие разные сроки погашения, и есть еще один общий индекс для всех индексированных облигаций в совокупности. *Financial Times* также публикует свой собственный давно созданный **Индекс государственных облигаций (Government Securities Index)** с базовым зна-

чением 100 в 1926 г. Отчеты о состоянии рынка рассказывают о движениях цен на отдельные облигации, измеряемые пунктом (**point**) или в долях пункта: в данном контексте один пункт означает один фунт стерлингов из номинала в £100.

Новые выпуски и механизм сделок

Механика выпуска (эмиссии) и последующих сделок с государственными облигациями, как и с акциями, претерпела некоторые изменения в ходе Большого удара (реорганизации Big Bang). Во второй половине 1990-х гг. были проведены дальнейшие изменения в интересах установления более эффективного рынка и более высокой конкуренции с зарубежными рынками государственных облигаций (см. далее).

В прошлом, когда проводилось **публичное предложение облигаций инвесторам (public offering of stock)**, обычно устанавливалась минимальная цена и принимались **тендерные заявки (tenders)** по цене ниже или выше этого значения. Все принятые на тендере предложения оплачивались по единой цене. Цена могла вноситься единым платежом, или платеж мог осуществляться в рассрочку (см. главу 8 для описания **частично оплаченных ценных бумаг** на рынке акций, где процедура носит аналогичный характер).

Облигации, которые не нашли покупателя на тендере, оставались в распоряжении государства и в дальнейшем попадали на рынок, когда на них возникал спрос и когда это соответствовало намерениям властей в отношении их дополнительной продажи. Облигации, доступные для выпуска подобным образом, описываются как **ценные бумаги, выпускаемые по мере предъявления спроса (tap stocks)**, потому что предложение могло открываться и закрываться по мере необходимости. Второй источник облигаций, который может быть использован как **кран (tap)**, связан с выпуском небольших **траншett (tranchettes)** — маленьких выпусков облигаций в пределах уже выпущенного займа — возможно, из ряда различных облигаций, — которые доступны для продажи на рынке таким же способом. Продажи на рынке облигаций, выпускаемых по мере требования, осуществляются через дилинговый зал DMO. Они стали более редкими, поскольку были введены аукционы для индексированных облигаций (см. далее).

Ни один выпуск облигаций с 1991 г. не был реализован методом тендера, и сегодня нормой стало использование аукционного метода. Впервые он был применен в 1987 г., когда Банк Англии провел экспериментальные серии аукционов по продаже большого количества облигаций, поначалу в качестве допол-

нения к тендерному методу. Основное различие между аукционным и тендером состоит в предположении, что при аукционном методе существует намерение продать все предлагаемые облигации. Кроме того, обыкновенные облигации распределяются среди конкурирующих участников аукциона по той цене, которую они предлагают, а не по общей единой цене, или **цене отсечения (striking price)**, как на тендере (см. главу 8 для описания механизма тендера). Но для маленьких заявок существует схема, при которой облигации распределяются неконкурентным образом по средней цене принятых конкурентных заявок. В случае индексированных облигаций бумаги распределяются по средней цене, предложенной удачливыми участниками торгов.

Новые государственные облигации выпускаются для того, чтобы удовлетворить потребности государства в финансировании и обеспечить баланс между краткосрочными, среднесрочными и долгосрочными бумагами и индексированными облигациями. Аукционные операции по государственным облигациям, проводимые DMO, сегодня проходят в соответствии с календарным графиком, расписанным на год вперед. При этом в начале каждого квартала заранее указываются характеристики облигаций, которые будут размещаться на аукционах. Номинальный размер выпуска объявляется за неделю до аукциона.

В периоды, когда правительство является чистым покупателем облигаций, у него появляется возможность провести **обратные аукционы (reverse auctions)**, на которых владельцы бумаг могут предложить государству выкупить свои облигации. Правительство покупает те из них, которые предлагаются по наиболее благоприятной цене. Как и в случае обычного аукциона, здесь существует возможность продажи облигаций в небольших объемах.

До реорганизации Лондонской фондовой биржи государственные облигации — однажды выпущенные — продавались на фондовом рынке через механизм **джобберов/брокеров (jobber/broker mechanism)**, как и в случае с акциями. В наши дни **функция маркетмейкеров** выполняется **первичными дилерами (primary dealers)**, известными как **маркетмейкеры по государственным облигациям (gilt-edged marketmakers, GEMMs)**, из которых в 1999 г. действовали 16. Они включают бывшие брокерские и джобберские фирмы по работе с государственными бумагами, а также дочерние структуры банков и других финансовых институтов, включая ряд американских, японских и континентальных европейских фирм. Эти первичные дилеры обязаны поддерживать рынок по всем государственным облигациям и имеют право напрямую заключать сделки с Банком Англии. Они могут, если захотят, подавать заявки на имеющиеся в наличии облигации, выпускаемые по мере предъявления спроса (*tap stocks*).

Рыночный механизм разбавляется **междилерскими брокерами (inter-dealer brokers)**, через которых маркетмейкеры по государственным облигациям могут эффективно заключать сделки друг с другом без раскрытия своих позиций своим конкурентам. Первичные дилеры имеют доступ к **системе информации о цене (price information system)** посредством мониторов SEAQ. Но это встречается более редко, чем в случае использования SEAQ на рынке акций, и они в большей степени опираются на внебиржевую информацию о ценах, предлагаемую междилерскими брокерами. Для того чтобы покрыть свои короткие позиции, маркетмейкеры также могут занимать (вместо того, чтобы покупать) облигации у **биржевых денежных брокеров (stock exchange money brokers)**, число которых после реорганизации «Большой удар» увеличилось.

Сделки с государственными облигациями совершаются за **наличный расчет (cash settlement)** (с расчетом на следующий день). Большинство институциональных инвесторов в основном заключают сделки по **чистым ценам (net prices)** с первичными дилерами, а не идут, как раньше, к брокеру (хотя здесь **комиссионные** ниже, чем в торговле акциями) или могут покупать облигации через **Брокерскую службу Банка Англии (Bank of England Brokerage Service)** (см. далее).

Ветры перемен

К середине 1990-х гг. возникли опасения, что английский рынок государственных облигаций может проигрывать с точки зрения конкурентоспособности некоторым зарубежным рынкам государственных облигаций, и в воздухе снова запахло переменами. Одним из первых шагов для исправления этой ситуации было введение открытой системы **соглашений об обратном выкупе (repurchase agreement, repos)** на рынке государственных облигаций. Такие ситуации уже существовали на некоторых более ликвидных зарубежных рынках.

При соглашении репо государственные облигации продаются с условием ее обратного выкупа позднее по оговоренной цене. Таким образом, продавец в действительности получает краткосрочный обеспеченный кредит с государственными облигациями в качестве обеспечения. Фактически репо позволяет гораздо легче отдать в долг государственные облигации и получить кредит под эти облигации. Кто-то с медвежьим взглядом на рынок, например, может продать облигации, которых у него нет, и временно взять в долг бумаги, которые нужны ему для поставки. И наоборот, инвесторы, желающие купить облигации, в состоянии дешевле занять фунты стерлингов, используя обли-

гации как обеспечение. Сделки репо также позволяют увеличить ликвидность рынка.

Помимо этого власти решили уменьшить количество отдельных облигаций в выпуске и сконцентрироваться на меньших количествах более крупных (а следовательно, более ликвидных) выпусков. Свой вклад в дело повышения ликвидности рынка внесло и проведение расчетов через систему CREST. Более сильная прозрачность и предсказуемость выпусков государственных облигаций достигалась предварительной публикацией расписания эмиссий.

Введение стрипов

Другим важным изменением на рынке государственных облигаций было введение в 1997 г. облигаций, известных как «стрипы» (ободранные, или с отделенными купонами) (strips). Чтобы понять принципы их обращения, рассмотрим гипотетический пример.

Итак, имеется государственная облигация. Назовем ее Воображаемая Казначейская 6%-ная 2004 г. По ней дважды в год выплачиваются проценты — 7 июня и 7 декабря. Она подлежит погашению по своей номинальной стоимости £100 7 июня 2004 г. Теперь предположим, что инвестор купил эту облигацию 8 июня 1999 г. Денежные потоки, которые он может ожидать на протяжении срока обращения облигации, показаны в табл. 13.5.

Таблица 13.5

Текущие и капитальные выплаты по Воображаемому Казначейскому 6%-ному 2004 г. номинальной стоимостью £1 млн

| Даты выплаты процентов | | Полученные процентные выплаты (£) | Полученная сумма погашения (£) |
|------------------------|---------|-----------------------------------|--------------------------------|
| 1999 | Дек-07 | 30 000 | |
| 2000 | Июнь-07 | 30 000 | |
| 2000 | Дек-07 | 30 000 | |
| 2001 | Июнь-07 | 30 000 | |
| 2001 | Дек-07 | 30 000 | |
| 2002 | Июнь-07 | 30 000 | |
| 2002 | Дек-07 | 30 000 | |
| 2003 | Июнь-07 | 30 000 | |
| 2003 | Дек-07 | 30 000 | |
| 2004 | Июнь-07 | 30 000 | 1 000 000 |

Если наш инвестор собирается держать облигации до самого погашения, ясно, что он может рассчитывать на десять полуго-

довых выплат процентов по £30 000, и в июне 2004 г. он может рассчитывать на получение основной суммы £1 000 000 при погашении облигаций. Если облигация «обдирается» («stripped»), то каждое из этих поступлений рассматривается как отдельная инвестиция. Другими словами, **право** на получение процентного платежа на сумму £30 000, скажем, в июне 2003 г. становится обрастающей инвестицией. То же самое происходит с **правами** на все остальные процентные выплаты. То же самое происходит и с **правом** на получение основной суммы £1 000 000 при погашении облигаций в конце срока их обращения. Поэтому ваша облигация с пятилетним сроком обращения может разбиваться на 11 различных инвестиций или «полос» (стрипов).

Но сколько стоят эти **права** или **стрипы**, учитывая, что они не приносят никакого дохода, кроме права на получение определенной суммы в определенный день в будущем? Сколько стоит это право, зависит от дохода, который вы ожидаете от своей инвестиции.

Вспомним принцип, который мы изложили в главе 1. Сумма денег, которую вы получите в будущем, стоит меньше, чем такая же сумма денег, если бы она была у вас сегодня. Это происходит потому, что если бы эта сумма была у вас сегодня, то вы могли бы пустить ее в работу, чтобы она приносила вам проценты, и соответственно она стала бы дороже в будущем. Поэтому мы будем предполагать, что в рыночных условиях того времени вы бы ожидали доход в 4,8% на вашу инвестицию.

Так сколько же стоят £30 000, получаемые в июне 2003 г. — через четыре года, если мы начинаем считать с июня 1999 г., в июне 1999 г.? Они стоят любую сумму, которая вырастет до £30 000 через четыре года при условии полугодовой процентной ставки в 4,8% (т. е. при предположении, что проценты выплачиваются двумя равными долями дважды в год). Ответ, который получается, равен £24 815. Другим способом сказать то же самое, это сказать, £24 815 — это **текущая стоимость (present value)** £30 000, получаемых через четыре года при полугодовой ставке дисконтирования в 4,8%. Таблица 13.6 показывает текущую стоимость всех 11 составляющих, на которые может быть располован наш £1 000 000 в государственных облигациях, при допущении, что начальной точкой отсчета является июнь 1999 г., а полугодовая ставка дисконтирования составляет 4,8%. На практике рыночные цены стрипов выражаются по отношению к стоимости погашения, равной £100. Так, если £30 000, получаемые через четыре года, имеют текущую стоимость £24 815, цена этого стрипа выражалась бы как 82,72, поскольку £24 815 составляет 82,72% от £30 000.

Таблица 13.6

Дисконтированная стоимость платежей по воображаемой казначейской облигации 6% 2004 г. погашения номиналом 1 млн фунтов

| Дата пересчета текущей стоимости | Число лет до получения платежа | Полученные процентные выплаты (£) | Текущая стоимость процентной выплаты при ставке процента 4,8% (£) | Полученная сумма погашения (£) | Текущая стоимость суммы погашения при ставке процента 4,8% (£) |
|----------------------------------|--------------------------------|-----------------------------------|---|--------------------------------|--|
| 1999 Дек-07 | 0,5 | 30 000 | 29 297 | | |
| 2000 Июнь-07 | 1,0 | 30 000 | 28 610 | | |
| 2000 Дек-07 | 1,5 | 30 000 | 27 940 | | |
| 2001 Июнь-07 | 2,0 | 30 000 | 27 285 | | |
| 2001 Дек-07 | 2,5 | 30 000 | 26 645 | | |
| 2002 Июнь-07 | 3,0 | 30 000 | 26 021 | | |
| 2002 Дек-07 | 3,5 | 30 000 | 25 411 | | |
| 2003 Июнь-07 | 4,0 | 30 000 | 24 815 | | |
| 2003 Дек-07 | 4,5 | 30 000 | 24 234 | | |
| 2004 Июнь-07 | 5,0 | 30 000 | 23 666 | 1 000 000 | 788 861 |
| ОБЩАЯ ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ: | | | 263 924 | | 788 861 |
| Доход и капитал | | | | | |
| ОБЩАЯ ТЕКУЩАЯ СТОИМОСТЬ | | | | | 1 052 785 |

Расчеты неизбежно носят немного технический характер, но они необходимы, чтобы объяснить сам принцип. Если вы хотите сделать их самостоятельно, то воспользуйтесь формулами, приведенными ниже (вы легко сможете сделать это с помощью профессионального калькулятора или компьютерной программы). Если арифметика нагоняет на вас тоску, то пропустите несколько следующих абзацев и продолжайте с раздела «Привлекательность стрипов».

Чтобы рассчитать, до какой величины вырастет в будущем сумма в £1 сегодня при годовой ставке процента, формула имела бы следующий вид:

$$£1 * (1 + \text{процентная ставка})^{\text{количество лет}}$$

Мы используем компьютерные символы, где звездочка означает знак умножения, косая черта — это знак деления, а шапочка вверх означает «возвести в степень». А процентная ставка выражается десятичной дробью: так, 4,8% обозначались бы 0,048.

Поскольку проценты по государственным облигациям обычно выплачиваются на полугодовой основе, мы должны скорректировать формулу с учетом этого обстоятельства. Формула, использованная для расчетов данных для таблицы, имеет соответственно следующий вид:

$$£1 * (1 + (\text{ставка процента}/2))^{\text{число лет} * 2}$$

Итак, если мы хотим знать стоимость £1 через четыре года при сложном полугодовом проценте в 4,8%, сумма равна:

$$£1 * (1 + (0,048/2))^{(4*2)} \text{ или} \\ £1 * 1,024^8 = £12\,089.$$

Если £1 вырастет до £1,2089 за четыре года, тогда £24 815 вырастут до величины £24 815, умноженных на 1,2089, что приблизительно равно £30 000. Если вы хотите провести обратные расчеты и найти текущую стоимость £1, получаемого в какой-то момент в будущем при заданной ставке процента, расчет имеет следующий вид:

$$£1 * 1/(1 + \text{ставка процента})^{\text{число лет}}$$

Однако мы снова должны учитывать тот факт, что процент по государственным облигациям выплачивается два раза в год, так что формула, использованная в таблице 13.6, имеет вид

$$£1 * 1/(1 + (\text{ставка процента}/2))^{\text{число лет} * 2}$$

Если мы хотим знать текущую стоимость £1, подлежащего получению через четыре года при полугодовой ставке процента в 4,8%, сумма соответственно равна

$$£1 * 1/(1 + (0,048/2))^{(4*2)} \text{ или} \\ £1 * 1/1,024^8 = 0,82718.$$

Если £1, который будет получен через 4 года, стоит сегодня только £0,82718 при полугодовой дисконтной ставке в 4,8%, тогда £30 000, подлежащие получению через 4 года, стоят £30 000, умноженные на 0,82718, что дает £24 815.

Привлекательность стрипов

Итак, сегодня более крупные инвесторы имеют выбор. Они могут купить государственные облигации, которые дважды в год приносят им процентный доход. Или они могут купить стрипы (или отделенные купоны), которые не приносят никаких процентов, но обеспечивают такой же доход, потому что сумма, которую вы полу-

чае в конце, выше той цены, которую вы заплатили в самом начале. Эта разница может быть выражена как эквивалент годовой ставки сложного процента. Следовательно, стрипы во многом напоминают **облигации с нулевым купоном (zero coupon bonds)**, т. е. облигации, по которым никогда не собираются платить проценты, но которые предлагают доход за счет разницы между ценой выпуска и более высокой ценой, по которой они будут погашаться.

Чем же привлекательны стрипы в качестве инвестиции? Прежде всего они позволяют вам спланировать инвестиции в точном соответствии с вашими требованиями. Далее, они обеспечивают вам абсолютную уверенность в отношении суммы, которую вы получите в определенный день в будущем. Страховая компания знает, скажем, что она должна выплатить именно £30 000 через четыре года по сберегательному плану, который она продала. Покупая четырехлетний процентный стрип, она знает, что получит ровно £30 000 в надлежащее время, так что она будет иметь деньги для выполнения своих обязательств.

В чем разница между такой покупкой и приобретением приносящей проценты инвестиции (вроде обычной неободранной государственной облигации), которая бы выросла до £30 000 через четыре года? Ответ состоит в том, что вы никогда не будете наверняка уверены в размере дохода, который получите на свои деньги в случае приносящей проценты облигации. Вы можете предположить, что если купите процентную облигацию по цене, которая показывает, что ваша доходность к погашению составляет 4,8%, тогда доход на ваши деньги будет в точности равен 4,8%, если вы продержите облигацию до наступления срока погашения.

К сожалению, это не всегда так. Расчет доходности к погашению, или **внутренней нормы доходности (internal rate of return, IRR)**, по облигации с фиксированным доходом должен предполагать, что периодически процентные платежи, которые вы получаете, могут быть реинвестированы под ставку процента, равную доходности к погашению, с которой вы начинали. На практике это, возможно, и не произойдет. Покупка стрипов вместо приносящих процент облигаций устраняет данную неопределенность. Так как доход по стрипам полностью поступает в виде прироста капитала, освобождается ли он от налогов для частного инвестора? К сожалению, нет. Ежегодно частным инвестором должен выплачиваться налог на условный доход, как если бы стрипы были проданы в конце каждого налогового года.

Брокерская служба Банка Англии

В Великобритании публика имеет возможность **покупать или продавать более ликвидные государственные облигации вообще**

без обращения к брокеру, используя **Брокерскую службу Банка Англии (Bank of England Brokerage Service)**. Комиссионные платежи по небольшим сделкам здесь могут быть ниже, чем взял бы брокер. Вы можете получить бланк покупки и перечень доступных облигаций на почте, написать в Департамент регистрации Банка Англии или взять с сайта Банка по адресу www.bankofengland.co.uk/. Вы отсылаете ваш заказ вместе с чеком, и Банк старается выполнить в тот же самый день все заказы, которые он получил с первой почтой. Однако он не может поручиться, что он купит или продаст бумаги по конкретной цене или в определенное время.

Рынок корпоративных облигаций

Компании, так же как и государство, часто хотят занять деньги на длительные сроки под фиксированную ставку процента. И подобно своим правительствам, они могут сделать это посредством выпуска облигаций с фиксированным процентом, которые становятся **ценными бумагами (securities)** компании.

Когда компания выпускает облигацию, возникают лишь небольшие дополнения, которые не всплывают в случае с государственными облигациями. Во-первых, компания (даже самая лучшая компания) не является такой же надежной, как государство. Инвесторы предполагают, что правительство всегда будет в состоянии выплатить процент по своему долгу и погасить свои долговые обязательства в конце срока обращения. В конечном итоге правительство может забрать те деньги, которые ему нужны, у налогоплательщиков. Компания же должна быть способна зарабатывать прибыли, из которых она будет выплачивать проценты, и должна найти наличность, чтобы окончательно погасить свой долг. Даже крупные и уважаемые компании иногда попадают в беду и даже оказываются банкротами. Следовательно, облигация, выпущенная компанией, должна будет предлагать более высокий доход, чем облигация, выпущенная государством, чтобы компенсировать инвесторам более высокий риск. Очень крупной и надежной компании может не потребоваться платить больше, чем заплатило бы правительство. Небольшие и менее надежные компании вынуждены платить значительно больше.

Во-вторых, инвесторы готовы давать в долг государству на 25 лет или около того, потому что они считают, что то или иное правительство все же будет существовать через 25 лет. Они менее охотно ссужают деньги на такой длительный срок компаниям. Компании с длинной кредитной историей или компании с такими активами, как недвижимость, стоимость которых, по

мнению инвесторов, должна вырасти, могут занимать деньги и на очень длинные сроки. Другие же вынуждены рассчитывать на более короткие сроки.

В-третьих, правительство может выпустить облигации на сумму в несколько миллиардов фунтов. Поскольку в один выпуск государственных облигаций будут вкладывать деньги многие тысячи инвесторов, то эти облигации будет легко продать и купить на **вторичном рынке (secondary market)** без большого изменения цены. Другими словами, они будут очень **ликвидными**. Компании же обычно выпускают облигации в менее значительных количествах, и их облигации не будут настолько ликвидными. И вновь инвесторы ожидают компенсации за этот фактор в форме дополнительного дохода.

Решение о купонной ставке

Ставки дохода по корпоративным облигациям в качестве своей точки отсчета используют ставки по «свободным от риска» государственным облигациям. Если в определенный момент инвесторы ожидают доходность к погашению, скажем, в 4,8% по государственной облигации, которая погашается через 10 лет, какую ставку дохода должна предложить компания? Финансовые консультанты компании, которые хорошо знают рынок, могли бы решить, что компании требуется предложить на 100 базисных пунктов (один процентный пункт) больше, чем предлагает для привлечения инвесторов правительство. Если **базовая государственная облигация (benchmark gilt)** — облигация, выбранная в качестве отправной точки для среднесрочных облигаций, — предлагает доходность к погашению в 4,8%, то по облигации компании потребовалось бы предложить 5,8%.

Но цены облигаций могут двигаться вверх или вниз достаточно быстро. В то же время может потребоваться несколько дней, прежде чем облигация компании будет готова к выпуску. Поэтому компания или ее консультанты могут сказать, что доходность к погашению по новому выпуску облигаций будет установлена на 100 базисных пунктов выше доходности погашения базовой облигации на 15.00 следующей среды, дня выпуска эмиссии. Если в этот день доходность к погашению базовой государственной облигации составляет 4,85%, то новой облигации компании потребуется предложить доходность к погашению в размере 5,85%.

Это не означает, что купон обязательно будет равняться 5,85%. Вместо этого компания могла бы выпустить облигацию с купоном в 5,85%, но по цене ниже номинальной стоимости (на уровне 99,60 в нашем примере), которая бы обеспечила инвесторам доходность к погашению 5,85% за десять лет. Если компа-

WORLD BOND PRICES

BENCHMARK GOVERNMENT BONDS

| Jan 28 | Red Date | Coupon | Bid Price | Bid Yield | Day chg yield | Wk chg yield | Month chg yld | Year chg yld |
|-------------|----------|--------|-----------|-----------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| Australia | 03/02 | 9.750 | 106.0287 | 5.95 | +0.03 | -0.03 | -0.11 | +0.85 |
| | 09/09 | 7.500 | 106.5604 | 6.26 | +0.01 | - | +0.02 | -0.03 |
| Austria | 02/02 | 4.375 | 99.6900 | 5.21 | +0.01 | +0.06 | +0.14 | +1.99 |
| | 01/10 | 5.500 | 99.1500 | 5.61 | +0.01 | +0.05 | +0.03 | +0.85 |
| Belgium | 06/02 | 8.750 | 106.6500 | 5.12 | +0.04 | +0.06 | +0.11 | +1.95 |
| | 09/10 | 5.750 | 100.9300 | 5.62 | +0.01 | +0.07 | +0.04 | +0.78 |
| Canada | 12/01 | 5.250 | 99.8200 | 6.06 | -0.03 | -0.05 | -0.21 | +0.78 |
| | 06/09 | 5.500 | 96.6500 | 5.99 | +0.02 | -0.01 | -0.14 | +0.36 |
| Denmark | 11/01 | 6.000 | 102.6500 | 5.86 | +0.02 | +0.05 | +0.27 | +2.43 |
| | 11/08 | 8.000 | 101.9200 | 5.72 | -0.02 | +0.03 | +0.20 | +0.73 |
| Finland | 09/01 | 10.000 | 106.5970 | 5.03 | +0.06 | +0.35 | +0.15 | +2.27 |
| | 02/11 | 5.750 | 102.2120 | 5.47 | +0.01 | +0.05 | +0.01 | +0.70 |
| France | 01/02 | 4.000 | 99.4800 | 5.05 | +0.04 | +0.05 | +0.16 | +1.80 |
| | 04/07 | 5.500 | 100.9600 | 5.32 | +0.02 | +0.07 | +0.06 | +1.16 |
| | 04/10 | 5.500 | 100.5400 | 5.42 | +0.01 | +0.04 | +0.03 | +0.78 |
| | 04/29 | 5.500 | 99.3600 | 5.61 | - | +0.06 | -0.01 | +0.14 |
| Germany | 12/01 | 4.000 | 99.5900 | 5.02 | +0.01 | +0.05 | +0.14 | +1.87 |
| | 01/07 | 8.000 | 103.7500 | 5.30 | +0.02 | +0.07 | +0.04 | +1.00 |
| | 01/10 | 5.375 | 100.6600 | 5.26 | +0.02 | +0.06 | +0.02 | +0.74 |
| | 01/30 | 6.250 | 111.5000 | 5.45 | - | +0.06 | -0.02 | +0.02 |
| Greece | 01/02 | 7.600 | 101.7000 | 6.37 | -0.04 | - | -0.11 | -0.94 |
| | 01/06 | 6.500 | 101.1900 | 6.12 | -0.02 | - | -0.09 | -0.12 |
| Ireland | 10/01 | 6.500 | 101.6600 | 5.11 | +0.03 | +0.17 | +0.16 | +1.70 |
| | 04/10 | 4.000 | 99.6500 | 5.53 | +0.01 | +0.05 | +0.04 | +0.73 |
| Italy | 02/02 | 3.000 | 96.7000 | 5.16 | +0.06 | +0.09 | +0.16 | +1.80 |
| | 07/05 | 4.750 | 87.1800 | 5.40 | +0.01 | +0.07 | +0.07 | +1.41 |
| | 11/09 | 4.250 | 90.3800 | 5.59 | +0.02 | +0.07 | +0.05 | +0.90 |
| | 11/29 | 5.250 | 91.5100 | 5.86 | +0.01 | +0.02 | - | +0.16 |
| Japan | 12/01 | 6.000 | 106.2580 | 0.32 | -0.01 | +0.01 | +0.06 | +0.02 |
| | 06/05 | 3.400 | 111.0480 | 1.10 | - | +0.05 | +0.06 | +0.12 |
| | 12/09 | 1.900 | 102.1900 | 1.86 | +0.02 | +0.04 | +0.03 | -0.06 |
| | 03/20 | 2.500 | 106.2156 | 2.11 | +0.01 | - | +0.02 | -0.57 |
| Netherlands | 02/02 | 3.000 | 88.8400 | 5.06 | +0.06 | +0.09 | +0.13 | +1.93 |
| | 04/10 | 7.500 | 115.4700 | 5.42 | - | +0.03 | +0.02 | +0.67 |
| New Zealand | 03/02 | 10.000 | 104.8487 | 6.01 | -0.12 | -0.10 | -0.24 | +1.67 |
| | 07/09 | 7.000 | 100.9942 | 6.86 | -0.06 | +0.01 | -0.14 | +0.16 |
| Norway | 06/01 | 7.000 | 99.6200 | 7.16 | +0.02 | +0.22 | +0.45 | +1.74 |
| | 06/09 | 5.500 | 95.1500 | 6.23 | - | +0.06 | +0.09 | +0.50 |
| Portugal | 03/02 | 5.750 | 100.8200 | 5.22 | +0.03 | +0.04 | +0.14 | +2.15 |
| | 06/10 | 5.850 | 101.3700 | 5.86 | +0.02 | +0.06 | +0.04 | +0.77 |
| Spain | 07/02 | 4.250 | 88.2600 | 5.15 | +0.02 | +0.07 | +0.11 | +2.03 |
| | 01/10 | 4.000 | 88.6200 | 5.86 | +0.01 | +0.07 | +0.04 | +0.73 |
| Sweden | 04/02 | 5.500 | 100.7590 | 5.03 | +0.04 | +0.06 | +0.06 | +1.16 |
| | 04/09 | 9.000 | 126.7330 | 5.26 | +0.04 | +0.06 | +0.02 | +0.17 |
| Switzerland | 07/02 | 4.500 | 101.2500 | 3.84 | +0.01 | -0.05 | -0.03 | +1.88 |
| | 06/10 | 3.500 | 95.8500 | 4.03 | - | -0.01 | -0.12 | +1.16 |
| UK | 11/01 | 7.000 | 101.1000 | 6.13 | - | - | -0.12 | +0.86 |
| | 11/04 | 6.750 | 104.0000 | 5.71 | +0.01 | +0.04 | -0.09 | +0.17 |
| | 12/09 | 5.750 | 103.7800 | 5.24 | +0.01 | +0.01 | +0.01 | +0.11 |
| | 12/26 | 6.000 | 123.4200 | 4.53 | -0.01 | -0.05 | +0.06 | -0.21 |
| US | 02/02 | 6.500 | 88.9063 | 6.55 | - | - | -0.19 | +0.91 |
| | 11/04 | 5.875 | 88.0938 | 6.36 | +0.01 | -0.01 | -0.26 | +0.54 |
| | 02/10 | 6.500 | 102.7813 | 6.11 | +0.02 | +0.01 | -0.22 | +0.15 |
| | 05/30 | 6.250 | 103.9083 | 5.97 | +0.03 | +0.01 | -0.09 | -0.13 |

London closing * New York closing Source: Interactive Data/FT Information
Yields: Local market standard/Annualized yield base Yields shown for Italy exclude withholding tax of 12.5 per cent payable by non residents.

Пример 13.2. Доходность по базовым государственным облигациям. Источник: *Financial Times*

ния, выпускающая облигации, мало известна или совсем неизвестна на рынке, она должна будет предложить более высокую доходность — более широкий **спрэд (spread)** по сравнению с облигацией-ориентиром: скажем, 180 базисных пунктов. Это обошлось бы ей в 7,65%. *Financial Times* публикует таблицу доходностей базовых государственных облигаций в разных странах.

Кредитный риск

Однажды выпущенные, облигации компании реагируют на изменения в отношении процентных ставок во многом таким же образом, как и государственные облигации. Но существует еще один фактор, который может повлиять на их рыночную цену. Предположим, что случилось нечто, повлиявшее на доверие к компании, выпустившей облигации, со стороны инвесторов. Год спустя после выпуска облигаций компания начала нести убытки, и инвесторы стали задаваться вопросом, способна ли она будет выплатить проценты по долгу. Предположим, общий уровень доходности на рынке не изменился, и базовая государственная облигация все еще дает доходность к погашению 4,85%. Но покупатели облигаций компании на рынке, которые получают купон в 5,8%, теперь потребуют значительно более высокого дохода, чем 5,85%, чтобы компенсировать себе более высокий риск, который они сегодня ощущают.

Это означает, что цена облигаций должна упасть. Предположим, что она падает до 70, прежде чем покупатели соглашаются ее покупать. При таком уровне цены, когда до конца срока обращения осталось еще 9 лет, она предлагает доходность к погашению 11,28% (при условии выплаты процентов): доходность теперь не на 100, а на 643 базисных пункта выше доходности базовой облигации. Если компания возвращается к получению прибылей, покупатели облигации сами получают изрядную прибыль. Если компания разоряется, они могли бы потерять все свои вложения. Покупатели облигаций компании находятся не только во власти изменений процентных ставок. Они могут подвергаться влиянию в результате изменений в **кредитном статусе (credit status)** компании, и такие изменения, хотя и менее драматичные, чем в нашем примере, происходят достаточно часто.

По этой причине облигации компании могут иметь **кредитный рейтинг (credit rating)**, присвоенный одним из независимых **рейтинговых агентств (rating agencies)** (см. главу 17). Этот рейтинг призван отражать степень риска и будет изменяться, если удача изменит компании.

Облигации с фиксированной процентной ставкой, выпускаемые компаниями, делятся на две основные категории: те, которые

имеют **обеспечение (secured)**, и те, которые являются **необеспеченными (unsecured)**. В случае обеспеченной облигации долг обычно обеспечивается определенным активом или определенными активами, принадлежащими компании-эмитенту. Если компания не в состоянии выполнить обязательства по облигациям, то данный актив или активы могут быть проданы, для того чтобы получить деньги для выплаты инвесторам (хотя эта ситуация несколько усложнилась с принятием в 1986 г. Закона о банкротстве). Это обеспечивает более высокую степень безопасности, чем если бы владельцы облигаций должны были конкурировать с другими кредиторами за возврат своих денег, когда компания попадет в беду. Указанный процесс напоминает систему, применяемую на рынке жилой недвижимости, где кредитор получает от покупателя дома **закладную (mortgage)** на дом, которая позволяет в случае необходимости продать дом, чтобы погасить ссуду.

В случае необеспеченной облигации инвестор в основном полагается на состояние компании-эмитента, ее способность приносить прибыли и генерировать поток наличности для выплаты процентов по облигациям и основной суммы долга по окончании срока обращения. Инвесторы могут настаивать на определенных условиях, или **ограничительных обязательствах (restrictive covenants)**, чтобы усилить свою позицию. Это могут быть верхние пределы на количество денег, которые может занимать компания, ее можно обязать оставаться в рамках определенных соотношений между прибылями и процентными выплатами.

При прочих равных условиях обеспеченная облигация обычно будет немного дешевле для компании-эмитента, чем необеспеченная. Другими словами, доходность, которую надо предложить для привлечения инвесторов, будет немного ниже. Традиционно облигации, выпускаемые на внутреннем фондовом рынке, чаще были обеспеченными, в то время как выпускаемые на **еврорынке** или **международном рынке** (см. далее) тяготеют к американской практике и обычно являются необеспеченными. Но это не жесткое разделение.

Облигации с отличиями

Существует еще один вид облигаций с фиксированным процентом, которые вы иногда встретите. Это **облигации с нулевым купоном (zero coupon bond)**, о которых мы кратко упоминали раньше. Их отличие состоит в том, что на протяжении срока обращения по ним не выплачивается никаких процентов. Доход инвестора целиком состоит из **прибыли от погашения (gain to redemption)**. Компания выпускает облигацию, скажем, по цене 55 и соглашается погасить ее по 100 через 10 лет. На практике это

равнозначно сложной годовой ставке процента в 6,2% при условии, что инвестор должен ждать 10 лет, чтобы получить этот «процент» в виде единовременной суммы.

Не все облигации вообще предлагают фиксированный доход. Компании, подобно правительству, вместо этого имеют возможность выпустить облигации с **плавающей процентной ставкой (floating rate)**. Некоторые виды компаний — в частности, банки и другие финансовые группы — широко их используют. Облигации, которые обычно известны как **краткосрочные облигации (ноты) с плавающей процентной ставкой (floating rate notes, FRN)**, выплачивают ставку процента, которая связывается с широко используемыми базовыми процентными ставками, такими как LIBOR (см. главу 15). Эмитент соглашается, что по FRN будет приносить, скажем, на 50 базисных пунктов (половина одного процентного пункта) выше ставки LIBOR. На практике это означает, что будет взята средняя ставка LIBOR, скажем, за шестимесячный период. Если средняя ставка LIBOR равняется 6%, то FRN приносила бы 6% плюс **спрэд** в 50 базисных пунктов, или всего 6,5% за этот шестимесячный период.

Мы видели, что в случае облигации с фиксированным купоном ее цена на рынке изменяется для того, чтобы приспособиться к изменениям процентных ставок в экономике. В случае с FRN может измениться сама процентная ставка, так что рыночная цена не должна изменяться аналогичным образом. Цена, вероятно, останется гораздо ближе к своей номинальной стоимости 100. В этом смысле риск для инвестора значительно меньше, как и возможные выигрыши. Но если произошло что-то, что угрожает **кредитному положению (credit standing)** компании-эмитента, то цена на рынке могла бы на этом основании, разумеется, упасть.

В настоящее время постоянно разрабатываются и подгоняются под потребности инвесторов новые виды облигаций и FRN (см. главу 17). А **конвертируемые облигации (convertible bonds)** — облигации, которые могут быть превращены в акции, являются давнишней частью финансового арсенала (см. главу 5). Облигации вообще не обязательно могут продаваться на фондовом рынке. Компании могут проводить **частные размещения (private placements)** облигаций, которые напрямую продаются крупным инвестиционным институтам, а те часто держат их до наступления срока погашения.

Изменение рынков облигаций

Во времена высокой инфляции, когда **долгосрочные процентные ставки** находятся на высоком уровне, **английские компа-**

нии в целом неохотно привлекали капитал за счет выпуска долгосрочных облигаций с фиксированной ставкой процента. Они не хотели брать на себя обязательства платить очень высокие проценты в течение 20 лет или около того, если существовал шанс, что в какой-то момент в будущем капитал мог бы стать значительно дешевле. А многие инвесторы неохотно соглашались приобретать облигации с фиксированным доходом, когда считали, что инфляция сильно разрушит реальную стоимость их капитала.

Выпуски компаниями облигаций с фиксированным доходом практически прекратились в эру высокой инфляции 1970-х гг., и в дальнейшем они были непопулярны во времена высоких процентных ставок. Но более низкие темпы инфляции в недавнем прошлом показали возрождение интереса к рынку корпоративных облигаций. Для инвесторов **промышленные облигации (industrial debentures)** и **корпоративные облигации (corporate bonds)** обладают тем преимуществом, что предлагают более высокие доходы, чем государственные облигации, одновременно обеспечивая достаточно высокий уровень надежности.

Английские компании не ограничиваются национальным фондовым рынком, когда хотят выпустить свои облигации. Более крупные компании могут выпускать свои облигации, номинированные в фунтах стерлингов или в ряде других валют, на **еврорынке** или **международном рынке**. Они также могут выпускать облигации в иностранной валюте на внутренних фондовых рынках ряда других стран, особенно в Соединенных Штатах Америки. Для описания еврорынка требуется своя собственная глава (см. главу 17). Но важно отметить, что многие различия в выпуске и методах торговли стерлинговыми облигациями между английским фондовым рынком и еврорынком стерты. Дилеры склонны говорить об этих двух рынках как взаимозаменяемых.

Интернет-ссылки

Государственное Министерство по управлению долгом (DMO) сегодня является главным официальным источником информации по рынку государственных облигаций и облигациям в процессе выпуска (его адрес www.dmo.gov.uk/). Среди публикаций, зарегистрированных на этом сайте, есть полезное руководство для частных инвесторов под названием «*Gilts: An Investors Guide*», которое можно скачать бесплатно. Информация по обороту государственных облигаций доступна на сайте Лондонской фондовой биржи www.londonstockexchange.com/. Сайт Банка Англии www.bankofengland.co.uk/ также содержит определенное

количество исторической информации по государственным облигациям, включающей введение стрипов по облигациям, и предоставляет формы для тех, кто хочет купить или продать государственные облигации через брокерское подразделение Банка. Инвестиционные веб-сайты в Великобритании в целом являются ориентированными на информацию об акциях, и информация о государственных облигациях или облигациях компаний в целом носит более ограниченный характер. Но сайт *Financial Times* www.ft.com/ содержит раздел «Рынки капиталов», который охватывает репрезентативные цены и доходности по облигациям. Информация об изменении системы расчетов за облигации может быть обнаружена на сайте системы CREST www.crestco.co.uk/. Некоторая базовая информация по инвестициям в государственные облигации доступна на сайте *Kauders Portfolio Management* по адресу www.gilt.co.uk/. Вы можете посмотреть на кривую доходности облигаций для разных стран в разделе «Международные облигации» международного сайта компании *Bloomberg* по адресу www.bloombergr.com/markets/. Сайт *Peter Temple Linksite* по адресу www.cix.co.uk/~ptemple/ также предлагает связь с рядом информационных источников по облигациям.

Глава 14. Банки, заемщики и плохие долги

Банки занимают особое место в экономической и финансовой системе. Производственным компаниям можно позволить потерпеть неудачу и обанкротиться. Банки обычно пользуются более сильной защитой со стороны властей, хотя и не бывает такой ситуации, как полная гарантия поддержки для банка, попавшего в беду.

Чем вызвано такое особое отношение? Во-первых, в экономической жизни общества не так уж много субъектов, которые могут функционировать без стабильной банковской системы. Во-вторых, банковская деятельность — это бизнес, который зависит от доверия, позвольте доверию нарушиться, и вот вам прямая дорога к развалу банков. В-третьих, банки играют важнейшую роль в создании денег — в процессе, который правительству нравится держать под своим контролем. В-четвертых, они играют главную роль в работе платежных систем по всему миру.

Чтобы увидеть две из указанных причин в действии, обратимся к событиям, сопровождавшим банкротство банка *Barings*, одного из старейших торговых банков. В начале 1995 г. *Barings* потерял свыше £800 млн — значительно больше, чем все средства акционеров, — благодаря необдуманному и, возможно, неразрешенным играм трейдера на рынке производных инструментов на Дальнем Востоке (см. главу 18). Банк обанкротился. Должен ли был подключиться Банк Англии, чтобы спасти его с помощью средств налогоплательщиков?

После энергичных обсуждений с банковским сообществом Лондона (которое самостоятельно не соглашалось на процедуру спасения, пока размер потерь был неизвестен) Банк Англии выступил против оказания помощи *Barings*. С одной стороны, было желание поддержать репутацию Сити и доверие к своей банковской системе. С другой стороны, *Barings* считался достаточно небольшим игроком в банковской сфере, и вряд ли его банкротство повлекло бы за собой большой системный риск (*system risk*). Другими словами, поражающий эффект для банковской системы в целом оценивался как достаточно небольшой. Позднее большая часть деятельности *Barings* была выкуплена голландской банковской группой *ING*, которая согласилась влить наличные

деньги взамен потерянных миллионов. Поэтому, хотя владельцы акций банка и других его ценных бумаг проиграла, вкладчики *Barings* не понесли никаких убытков.

Депозиты, кредиты и ликвидные активы

Лучший способ понять суть публикаций о банковской деятельности — это начать с рассмотрения вопроса о том, что собой представляет банк. Это особенно важно сегодня, когда рост телефонного банкинга и интернет-банкинга основывается на методах оказания банковских услуг, происходит снижение внимания к собственно банковским услугам. В самом простейшем варианте банк принимает **розничные депозиты (retail deposits)** от частных лиц и других вкладчиков и отдает деньги в долг (выдает **кредиты (advances)** заемщикам. Определенная часть денег, которую он получает в виде депозитов, находится в **ликвидной** или **почти ликвидной** форме; в виде наличных денег или в такой форме, которую он может легко превратить в наличные. Это мера безопасности на тот случай, если некоторые **вкладчики (depositors)** захотят получить свои деньги обратно. Остальная часть денег обычно находится в виде инвестиций, которые являются чуть менее ликвидными, но при необходимости все же могут быть превращены в наличные деньги. Остаток может быть выдан в качестве кредитов клиентам банка.

Заемные деньги и деньги акционеров

Детали могут различаться, но сам принцип во многом является одним и тем же для большинства **депозитных институтов (deposit-taking institutions)**, включая **строительные общества (building societies)**, которые фактически являются особым видом банка, чей бизнес в прошлом состоял в основном в кредитовании домовладельцев при покупке домов. На практике банки не полностью зависят от розничных депозитов, так как они могут с таким же успехом занимать **оптовые средства (wholesale funds)** на денежных рынках, которые добавляют к тем деньгам, которые у них есть для предоставления кредитов.

Подобно любой компании, банк нуждается в некоторой части собственных денег — средства акционеров, — а также в заемных средствах, которые он получает от вкладчиков или на денежных рынках. Но банки обладают значительно **более высоким левериджем (highly leveraged)**, чем большинство промышленных и торговых компаний. Они используют много заемных денег и относительно немного своих собственных средств. Как эта структура трансформируется в упрощенный банковский баланс, показывает табл. 14.1.

Таблица 14.1

| | £ |
|---|------|
| АКТИВЫ: | |
| Ликвидные активы | 100 |
| Инвестиции | 250 |
| Ссуды клиентам (кредиты) | 750 |
| | 1100 |
| ИСТОЧНИКИ ФИНАНСИРОВАНИЯ: | |
| Текущие и депозитные счета | 1000 |
| Акционерный капитал и резервы (средства акционеров) | 100 |
| | 1100 |

В данном примере банк имеет только £100 своих собственных средств против £1000 заемных, полученных от вкладчиков. Таким образом, его общие ресурсы составляют £1100. Он держит £100 (что составляет 10% его депозитов) в ликвидной форме, еще £250 в виде инвестиций и предоставляет в кредит остальные £750.

Процесс создания денег

Как банки создают деньги? Предположим, что в нашем примере банк привлекает еще £100 депозитов. Из них он £10 будет держать в виде наличных, а остальные £90 предоставит в кредит. Клиент, который занимает эти £90, расходует их, скажем, на покупку офисного оборудования. Он платит £90 продавцу офисного оборудования, который помещает указанные средства в свой собственный банк. Эта сумма увеличивает депозиты банка поставщика оборудования на £90, из которых банк поставщика оборудования выдает кредит £81, оставшая себе в виде наличных £9 в целях предосторожности. И так далее. Поскольку деньги на каждом этапе возвращаются обратно в банковскую систему, то первоначальные £100 дополнительных депозитов в первом банке на самом деле создают — в данном случае — дополнительные £1000 покупательной способности в экономике.

Если доля банковских депозитов, которые банк держит в ликвидной форме, была бы ниже (скажем, 8%), то каждые дополнительные £100 вкладов создавали бы пропорционально больший объем покупательной способности. Одним из способов, которым центральные банки иногда пытаются контролировать увеличение **денежного предложения (money supply)** (см. ниже), является изменение допустимого соотношения между депозитами и количеством денег, которое хранится в виде **резервных активов (reserve assets)**, охватывающих наличные и некоторые другие «почти деньги» (**коэффициент резервных активов,**

reserve assets ratio). Но подобная система больше не используется английскими регулирующими органами.

Наиболее часто упоминаемыми в печати показателями денежного предложения в Британии являются M_0 («М нулевое») и M_4 («М четыре»). Показатель M_0 охватывает банкноты и монеты в обращении плюс остатки на счетах в Банке Англии. Более широкий показатель M_4 включает банкноты и монеты плюс текущие и депозитные счета частного сектора в банках и строительных обществах, а также оптовые депозиты частного сектора.

Банк работает на основе принципа, базирующегося на посылке, что обычно лишь небольшая доля вкладчиков захочет получить свои деньги обратно в любой момент времени. Это предположение влияет на ту долю депозитов, которые хранятся в ликвидной форме (**коэффициент ликвидности, liquidity ratio**). А взгляд на упрощенный банковский баланс в табл. 14.1 показывает опасности, в случае наступления которых банк может попасть в беду. Если вкладчики неожиданно теряют доверие к конкретному банку, они могут все вместе попытаться забрать свои деньги обратно в одно и то же время, т. е. происходит **набег на банк (run to the bank)**. Это не означает, что банк обязательно будет в нездоровом состоянии, но может привести его к коллапсу, что то же самое. Банк может оказаться не в состоянии быстро вернуть деньги, которые он выдал в кредит своим клиентам. И если он столкнется с нехваткой наличных, то он будет вынужден закрыть свои двери для вкладчиков.

Какими бы ни были его проблемы, банкир в конечном счете обязан поддерживать впечатление, что его банк находится в полном порядке, до тех пор пока он не должен будет закрыться. Любое признание трудностей будет беспокоить вкладчиков и быстрее приведет их к мысли забрать свои деньги. Поэтому заявления банков, что все выглядит в розовом свете, должно рассматриваться с большой долей осторожности. Это может оказаться правдой, но банк будет говорить об этом в любом случае, независимо от того, правда это или нет.

Сказанное выше иллюстрирует один из парадоксов, на которых стоит банковская система. Даже самый здоровый из банков здоров до тех пор, пока его вкладчики думают, что он здоров. Это объясняет и особую значимость центральных банков в банковской системе.

Спасение, оздоровление и «спасательные лодки»

Чтобы предотвратить набег вкладчиков, если банк действительно находится в нездоровом состоянии, центральный банк часто организует операцию **оздоровления (recycling)**. Банки, которые не находятся под давлением своих вкладчиков, будут убеждать принять у себя депозиты из пострадавшего банка, чтобы заместить его пропадающие вклады для населения. Такая спасатель-

ная операция для третьеразрядных кредитных институтов — о которых благозвучно говорят как о **второстепенных банках (secondary banks)** — была проведена в 1973–1975 гг. в период **финансового кризиса или коллапса второстепенных банков** в Великобритании. Клиринговые банки были насильно вынуждены принять участие в формировании «спасательной лодки» («lifeboat»), с помощью которой они предоставили деньги второстепенным банкам, обычные депозиты которых исчезли.

Требования к достаточности капитала

В действительности большинство второстепенных банков были нездоровы, так как их обязательства (то, что они были должны) превышали реальную стоимость их активов (деньги, которые они предоставили в кредит, большинство из которых они потеряли). Это приводит нас ко второму способу, которым банки могут попасть в беду. В нашем примере банк из табл. 14.1 в случае потери больше £100 из тех средств, которые он предоставил в кредит, теряет платежеспособность. Если банк потеряет £100 из £750 выданных кредитов, то в этом случае полностью исчерпываются его собственные средства в виде акционерного капитала в размере £100. Любые дальнейшие убытки приведут к тому, что банк будет не в состоянии выплатить то, что он должен своим вкладчикам. Проблема банка *Barings* в 1995 г. проиллюстрировала данный процесс в действии.

Поэтому банк должен оценивать, какая подушка из средств акционеров ему требуется, чтобы учесть все возможные убытки от его деловой активности. Центральный банк регулирует указанные процессы посредством введения определенных **коэффициентов достаточности капитала (capital adequacy ratios)**, которые устанавливают соотношение собственных средств и величины его активов. Поскольку банк, который действовал бы с меньшей суммой собственного капитала и более значительной долей заемных средств, мог бы обладать преимуществом перед своими конкурентами, то коэффициенты достаточности капитала ставят банки в примерно равные условия (хотя это более высокий риск). За последние годы были сделаны подвижки в направлении установления международных стандартов достаточности капитала (см. ниже).

Следует иметь в виду, что рассчитать **коэффициент покрытия капитала (capital ratio)** или **коэффициент платежеспособности (solvency ratio)** не так уж просто. Во многом это связано с тем, что уровень риска отдельных банковских операций различен. Так, например, ипотечные кредиты на покупку жилья считаются безопаснее, чем кредитование малого бизнеса. Кроме того, необходимо принимать в расчет некоторые **забалансовые риски (off balance sheet risks)**, которые не появляются в отчетах: разные

формы гарантий и гарантийных обязательств по размещению ценных бумаг (**underwriting commitments**), которые мог взять на себя банк, или риски, связанные с **деривативами (derivatives)**. Средства акционеров тоже не являются точным показателем собственных средств банка, которые официально устанавливают власти. При расчете **капитальной базы, или собственных средств банка (capital base)**, для получения величины первичного капитала банк может включить в нее определенные **субординированные займы (subordinated loans)** (см. Глоссарий), но при этом должен будет вычесть другие статьи. **Коэффициент рискованных активов (risk assets ratio)** показывает **первичный капитал (primary capital)** как часть взвешенных с учетом риска активов. Капитальные коэффициенты являются частью того, что обычно называется **пруденциальными коэффициентами, или коэффициентами благоразумия (prudential ratios)**: коэффициенты, продиктованные скорее банковским благоразумием, чем потребностью центрального банка в контроле над предложением денег через банковскую систему.

Согласно международному договору, известному как **Базельское соглашение (Basel Accord)**, от всех банков требуется поддерживать размер первичного капитала на уровне по меньшей мере 8% от суммы их активов, взвешенных с учетом риска (в основном кредитов, которые они предоставляют). Сверх этого минимума центральные банки могут вводить любые коэффициенты, которые они считают подходящими для отдельных банков в пределах своей юрисдикции, чтобы отразить различные степени существующего риска.

Банки в новом тысячелетии

Хотя в сердцевине банковской деятельности продолжает оставаться сравнительно простая деятельность по приему вкладов и выдаче кредитов, в наши дни банки проводят значительно более сложные операции. Вот шесть изменений, которые особенно хотелось бы отметить.

- Снизилась зависимость от розничных депозитов населения. Сегодня банки привлекают крупные суммы денег, в которых они нуждаются, в форме **оптовых ресурсов (wholesale funds)** на денежных рынках (см. главу 15).
- **Процесс избавления от посредников (desintermediation)**, который мы затрагивали ранее, принес большие изменения в методы работы банков. Они теперь не просто занимают и кредитуют. Многие из их крупных клиентов, вместо того чтобы просто взять кредит в банке, собирают деньги за счет продажи на рынке своих **долговых ценных бумаг (debt securities)**. Чтобы заместить потерянный процентный доход, от банков требуются активные действия на тех рынках, где выпускаются ценные бумаги: а именно гарантиро-

вать размещение выпусков ценных бумаг, устраивать их продажу и распространение и т. д. На этом направлении они могут заработать комиссионный доход, чтобы заменить некоторую часть потерянного процентного дохода. На практике многие банки также стараются увеличить свой доход за счет активных операций на рынках ценных бумаг (**own account trading, торговля за собственный счет**).

- Размеры кредитов, которые требуются ведущим компаниям, часто слишком велики для одного банка. Поэтому обычным делом стали **синдицированные кредиты (syndicated loans)**. Предположим, что компания хочет собрать £200 млн. Отдельный банк может не взять на себя риск кредитования одного клиента на такую сумму. Для предоставления подобного кредита собирается синдикат, скажем, из 10 банков, каждый из которых вносит по £20 млн для этого кредита, организуемого одним банком, исполняющим роль **лид-менеджера (lead-manager)**.
- Как мы видели ранее, изменения, произошедшие в Великобритании в связи с реорганизацией под названием «Большой удар», позволили банкам владеть **брокерскими или маркетмейкерскими** фирмами, тем самым допуская их к тем сторонам торговли ценными бумагами, которые раньше были закрыты для них. Некоторые из банков погрузились в эту область с большим энтузиазмом.
- Традиционные банки со своими филиалами должны были адаптироваться к революции в области информационных технологий и научиться новым способам взаимодействия со своими клиентами. Первым шагом на этом пути был **телефонный банкинг (telephone banking)**, позволяющий клиентам осуществлять сделки без похода в ближайшее отделение банка. За этим последовал **интернет-банкинг (Internet banking)**, позволяющий клиентам управлять своими счетами с домашнего компьютера. Хотя традиционные банки предлагали интернет-услуги, это также проложило путь для настоящих **интернет-банков (Internet banks)**, действующих только через Интернет и, возможно, даже без физического присутствия на территории Великобритании. Одновременно традиционные банки столкнулись с конкуренцией со стороны неожиданных институтов, таких как супермаркеты, предлагающих услуги по приему сбережений и денежным платежам.
- Банки сыграли главную роль в процессе развития растущих как грибы рынков **производных инструментов или деривативов (derivatives)** (см. главу 18). Производные продукты типа фьючерсы, опционы возникли как способ хеджирования или уменьшения риска. Такие контракты позволяют передать риски тем, кто лучше всего способен ими управлять.

Рынки производных инструментов быстро приобрели статус спекулятивных рынков, где могли проигрываться или выигрываться крупные суммы денег в результате небольших изменений цен на товары, валюты, облигации, акции и многие другие финансовые продукты. Именно эти азартные игры на рынках финансовых фьючерсов привели к банкротству банка *Barings* в 1995 г.

Забалансовые риски

Отнюдь не все операции с деривативами происходят на публичном рынке. Крупные коммерческие банки являются основными продавцами на **внебиржевом, или уличном, рынке (over-the-counter, OTC)** производных продуктов. Это такие финансовые продукты, которые могут предлагаться индивидуальным клиентам. Например, компания хочет договориться о процентном **свопе (swap)** (см. главу 17) или о **кэпе («шапке», cap)** (см. главу 15). Она идет в свой банк. За комиссионные банк продает ей желаемый продукт. Банк может согласиться, что он возьмет на себя обязательство выплатить процент по £100-миллионному облигационному займу с плавающей процентной ставкой, который разместила компания, и за это получить у компании фиксированную ставку процента (своп). Или он может согласиться компенсировать компании любое превышение процентной ставки выше, скажем, 9% по £100-миллионному займу с плавающей ставкой (кэп). Могут создаваться гораздо более сложные хеджирующие финансовые продукты, чем эти.

Продажа на вторичном рынке производных инструментов подобного рода стала очень крупным бизнесом для банков в 1990-х гг. и вызвала широкие комментарии в прессе и в других источниках по поводу тех рисков, которые они влекут за собой. Что, например, случится, если процентные ставки резко вырастут и банки должны будут оплатить свои обязательства, которые они заключили, по страхованию от повышения процентных ставок по облигациям с плавающей процентной ставкой?

На практике банки снимают с себя эти риски. Банк может согласиться выплатить плавающую процентную ставку по ссуде и взимать фиксированный процент в соответствии с соглашением о свопе. Он подберет к этому обязательству получение плавающей процентной ставки и согласится взять на себя ответственность за фиксированную ставку процента по ссуде другому клиенту. При условии, что ни один из клиентов не откажется выполнить свои обязательства (**риск контрагента, counterpart risk**), эти две сделки просто погасят друг друга. При этом находящийся в середине сделки банк получит свою небольшую прибыль.

Но по мере того как производные инструменты становились все более изощренными и удивительными, обозреватели начали за-

даваться вопросом: «Выстоят ли банковские соглашения по хеджированию их рисков во всех возможных случаях?» Некоторые производные продукты, выдуманные **«ракетными учеными» (rocket scientists)** (математическими гениями), которых во все большем количестве нанимали банки, были настолько сложными, что лишь немногие в высших эшелонах банков могли понять их или те риски, которые они подразумевали. Поэтому директора все больше начинали зависеть от суждений самих «ракетных» ученых и тех компьютерных систем для расчетов риска, которые они создали.

Риски, присущие этим производным финансовым продуктам, в основном являются для банков **забалансовыми (off balance sheet)**, так как они не отражаются в основных финансовых документах. Например, если вы посмотрите на отчеты *Barclays Bank* за 1998 г., вы увидите, что ссуды, предоставленные банком своим клиентам, в балансовом отчете группы составляли в сумме £96 млрд. При этом в отчете отсутствуют забалансовые финансовые инструменты на сумму £1600 млрд — обязательства, по которым взял на себя банк определенную ответственность. Конечно, это цифра «основной суммы» контрактов (это сумма, связанная с обязательствами по процентным ставкам и валютным курсам), а не страховая сумма. И поскольку многие из этих рисков взаимно уничтожают друг друга, «текущая стоимость» банковских позиций в производных инструментах составляла только £14 млрд со знаком плюс и £16 млрд со знаком минус.

Такие данные являются типичными для ведущих коммерческих банков. Отражая международное развитие риска деривативов, комментарии в прессе все больше возвращаются к вопросу о достаточности методов оценки риска и системах контроля на рынках производных инструментов. Предсказания кризисов финансовой системы, которые будут вызваны рынками производных инструментов, не являются чем-то необычным.

Банковские кризисы и банковские циклы

Гостя с Марса, который просмотрел бы последние годы банковской истории, можно было бы простить за вывод, что она состояла из периодических кризисов, перемежающихся относительно непродолжительными периодами спокойствия. В Великобритании за последние 30 лет было три основных кризиса: кризис второстепенных банков и рынка недвижимости в середине 1970-х гг.; кризис латиноамериканского долга в 1980-х гг. (в основном это была международная проблема); кризис в сфере недвижимости и кредитования мелкого бизнеса в начале 1990-х гг.

Кризис второстепенных банков мы уже затрагивали. Кризис долга в Латинской Америке, или, в более широком смысле, долговой кризис в странах «третьего мира», имел свои корни

в 1970-х гг., когда ведущие коммерческие банки, особенно в Соединенных Штатах, расходовали депозиты нефтедобывающих стран, которые получили большие доходы в результате роста цен на нефть в том десятилетии. Большинство этих денег были предоставлены в кредит странам «третьего мира» — **слаборазвитым странам (less developed countries, LDC)** на общепринятом банковском языке, что в те времена представлялось хорошим бизнесом. Общий долг «третьего мира» к середине 1980-х составлял более \$1000 млрд. В результате множества причин — включая высокие процентные ставки и низкие цены на основные биржевые товары — многие из этих заемщиков обнаружили, что они не в состоянии **обслуживать** свои кредиты (платить проценты и погашать основную сумму долга).

Результат был превосходной иллюстрацией старой банковской поговорки, что вы находитесь во власти банкира, когда вы должны ему £5, а он находится в вашей власти, когда вы должны ему £5 млн. Последовала своеобразная игра в покер — только на огромные суммы. Если бы банки признали, что они не получают обратно свои деньги, и списали бы эти кредиты, то они оказались бы неплатежеспособными или, по крайней мере, не прошли проверку по показателю достаточности капитала. Поэтому банки старались поддерживать впечатление, что кредиты были доброкачественными. Для этого они часто проводили **пересмотр сроков погашения (rescheduling)** первоначальных займов. В лучшем случае такой пересмотр означал удлинение сроков кредита, чтобы дать странам-должникам больше времени для оплаты своих долгов. В худшем случае это означало, что странам-должникам придется ссудить еще больше денег (которые они вряд ли вернут обратно), чтобы те выполняли свои обязательства по выплате процентов и основного долга (которые они не смогли бы заплатить в противном случае) по первоначальным кредитам. Без пересмотра сроков погашения страны-должники были бы вынуждены объявить **дефолт** по своим долгам (неспособность соблюдать условия кредита), а банки-кредиторы после этого были бы вынуждены классифицировать указанные займы как **недействующие (non-performing)**.

Страны-должники, в свою очередь, стояли перед трудным выбором. Если бы они просто отказались платить по своим долгам, то столкнулись бы с трудностями при следующих заимствованиях на международных рынках капитала. Угроза дефолта была их сильным оружием в переговорах с банками-кредиторами.

Игра воображения, которая сделала возможным пересмотр сроков погашения долгов, была отчасти нарушена в мае 1987 г., когда *Citicorp*, один из главных американских кредиторов, объявил о создании **резервов (provision, reserves)** в сумме \$3 млрд по долгам стран «третьего мира». Это означало, что он не списывал сумму отдель-

ных долгов, но фактически признавал, что пойдет на верную потерю по крайней мере \$3 млрд по своим кредитам «третьему миру». *Citicorp* мог позволить себе создать резервы, но создал проблему другим кредиторам, обладающим меньшим капиталом. Однако они были вынуждены признать реальность в результате действий *Citicorp*. Ведущие британские банки должным образом создали аналогичные резервы. Банковские императоры не остались совершенно без одежды, но им было явно холодно в нижнем белье.

Эта история углубила наше понимание природы банковского дела. Во-первых, банки не всегда сразу списывают долги, как только подозревают, что деньги потеряны. Хотя органы банковского регулирования требуют от банков своевременно и в достаточном количестве создавать резервы против убытков. Обозревателю мог бы сделать вывод, что они иногда приукрашивают реальность, пока не накопят достаточно резервов, чтобы быть в состоянии позволить себе списание плохих долгов. Банковское дело — это не только вопрос доверия. Элемент притворства тоже часто играет здесь важную роль.

Во-вторых, «прибыль» в банковском бизнесе является чем-то большим, чем обычное расплывчатое понятие. Банк объявляет о хороших прибылях в те годы, когда он выдает кредиты, которые в конечном итоге принесут ему серьезные убытки. В-третьих, плохие долги иногда могут быть проданы за какую-то цену. В годы после латиноамериканского долгового кризиса появился **вторичный рынок банковской задолженности (secondary market of bank debt)**. Он действовал следующим образом: банк с зависшими долгами Республики Эрихон мог бы решить, что он согласится со своими убытками и прекращает все свои дела. При этом он продает свои ссуды, скажем, по 50 пенсов за £1 какому-то другому финансовому институту, который готов их приобрести на ту сумму, которую он может покрыть из своих резервов. Цены, по которым торгуются долги различных стран на этом вторичном рынке, дают вполне честный взгляд на оценки банкирами вероятности возвращения долгов.

Еще не прошли последствия латиноамериканского долгового кризиса, как банки в международном масштабе снова начали вести очень активное кредитование строительства и покупки недвижимости (см. главу 20). В Великобритании значительное кредитование коммерческой недвижимости обострилось большим расширением кредитования малого бизнеса. Во время жесткой рецессии начала 1990-х гг. в Великобритании стоимость недвижимости камнем упала вниз, а множество малых предприятий разорилось. Только английские торговые банки должны были списать кредиты на многие миллионы фунтов стерлингов.

Спасательные операции и реорганизации

Период высоких процентных ставок, сопровождаемых экономическим спадом, может служить иллюстрацией для раскрытия финансовых глупостей предшествующей эры. В начале 1990-х гг. компании, которые слишком быстро расширялись за счет поглощений в 80-х гг. и финансировали эти покупки заемными деньгами, банкротились одна за одной. В некоторых случаях не было иного выбора, кроме как позволить компаниям объявить о своем банкротстве. В других случаях банки-кредиторы решали, что в долгосрочном периоде они понесут бы меньшие убытки, если бы попытались удержать компанию на плаву, возможно, с помощью **реорганизации компании и структуры ее капитала, или санации (capital reconstruction, capital reorganization)**.

Не бывает двух одинаковых случаев, так что для иллюстрации спасательных операций рассмотрим гипотетический пример. Предположим, что компания «Бахвальство-и-расходы Холдингс» последовала за безумием слияний в великие дни правления Тэтчер в 1980-х гг. и для этого заняло значительные суммы денег. К 1991 г. процентные ставки по ее кредитам более чем удвоились, а в результате спада в экономике ее прибыли упали вдвое. Она столкнулась с необходимостью заплатить проценты на сумму £150 млн в год, а ее прибыль до уплаты процентов составляла всего £70 млн. Результат: убыток до уплаты налогов в сумме £80 млн.

Общие заимствования компании «Бахвальство-и-расходы» в этот момент составляли около £1 млрд. Стоимость предприятий, которые она купила в 1980-х гг., значительно упала, и многие из активов требовали частичного списания для их приведения к реалистическим оценкам. Когда эти списания были бы сделаны, стоимость активов группы стала бы на £200 млн меньше ее долгов перед банками. Это означало **дефицит средств акционеров (deficiency on shareholders' capital)** в £200 млн. Добавим к этому, что компания испытывает недостаток наличности и не имеет возможности собрать дополнительные средства.

Банки-кредиторы знали, что, если бы они немедленно закрыли предприятие, они бы выручили за активы слишком мало и потеряли бы значительную часть своих кредитов. Поскольку некоторые из предприятий этой группы выглядели вполне перспективными в более нормальных экономических условиях, они решили попытаться удержать компанию на плаву. Во-первых, они согласились конвертировать £300 млн своих кредитов в акции компании по цене 4 пенса за акцию (разумеется, на рынке акции компании почти ничего не стоят). Этот **обмен (своп) акций на долг (equity-for-debt swap)** убрал бы £300 млн из задолженности «Бахвальства Холдингс» и соответственно также избавил бы компанию от выплаты процентов по этой сумме.

Во-вторых, они конвертировали еще £200 млн существующих кредитов в новый вид субординированного займа, по которому на протяжении пяти лет не выплачивались бы никакие проценты. В-третьих, они согласились отказаться от процентов по оставшимся ссудам на £500 млн сроком на один год, чтобы дать компании передышку. Возможно, за это время компания отберет и продаст некоторые из своих предприятий для получения наличных средств. Наконец, они согласились предоставить новые возможности для овердрафта на сумму £30 млн, чтобы обеспечить компании на первое время немного наличных.

Таким образом, «Бахвальство-и-расходы» на протяжении года может не беспокоиться о выплате процентных платежей. В течение последующих четырех лет она должна будет платить проценты только на сумму задолженности £500 млн, а после этого — на сумму в £700 млн. Это дает шанс на выживание. Но за все надо платить: банки — это не благотворительные организации. Акционерный капитал компании сильно расширяется за счет конвертации £300 млн долгов в акции. Первоначально акционерам остается только 5% увеличенного акционерного капитала, и поэтому они фактически несут убытки. Остальное принадлежит банкам. Если компания возрождается, банки будут пожирать плоды вознаграждения. Ведущие английские банки обычно не владеют акциями компаний. Но рецессия начала 1990-х гг. временно оставила их с достаточно существенными пакетами акций в неблагополучных компаниях, которые возникли в результате подобного рода санаций.

Основная проблема в организации санации подобного рода, в случае если компания брала кредиты у множества разных банков, состоит в том, чтобы добиться согласия всех этих банков. Когда компания получила синдицированный кредит, скажем, от 20 разных банков, часто найдутся такие банки, которые захотят немедленно закрыть компанию и получить с нее все, что можно. Признавая подобную проблему, Банк Англии разработал указания, известные как Лондонские правила (London Rules), предназначенные для того, чтобы убедить банки дать неблагополучным компаниям шанс на выживание, когда это возможно. Некоторые иностранные банки с различной кредитной культурой не всегда легко в этом убедить.

Регулирование банковской деятельности в Великобритании

В прошлом банковские институты регулировались Банком Англии, а строительные общества имели свою собственную регулируемую структуру. Закон о банковской деятельности 1987 г. отменил существовавшее ранее различие между банками и лицен-

зированными депозитными учреждениями (licensed deposit takers, LDT), которые в основном включали в себя недавно образованные или второразрядные институты. Согласно этому Закону всем самым мелким депозитным институтам было позволено называть себя банками при условии, что они удовлетворяли требованиям пруденциального надзора в отношении способа ведения своего бизнеса (и при условии, что ведущие его люди были признаны имеющими необходимую квалификацию).

На протяжении длительного времени критики утверждали, что Банк Англии сталкивался с конфликтом интересов: он был контролером над банками, а также был тем органом, который давал рекомендации и проводил денежно-кредитную политику. Циники спрашивали, действительно ли Банк готов посоветовать правительству, скажем, поднять процентные ставки в тот момент, когда это могло бы нанести ущерб банкам, в отношении которых он выполняет надзорные функции.

Сегодня положение изменилось. Банк Англии стал нести большую ответственность за денежно-кредитную политику. Одновременно он уступил свои полномочия в области регулирования банковской деятельности новому «суперконтроллеру», **Управлению финансового надзора (Financial Services Authority)** (см. главу 22). Однако Банк все еще несет ответственность за стабильность банковской системы в целом. FSA также отвечает за строительные общества.

Интернет-ссылки

Ведущие английские банки имеют свои собственные корпоративные веб-сайты, которые используют как для продвижения своих услуг для клиентов, так и для предоставления информации акционерам. Базовая информация по банковской деятельности в Великобритании доступна на сайте Ассоциации английских банков www.bankfacts.org.uk/. Сайт Королевского банковского института www.cib.org.uk/ больше предназначен для тех, кто работает в банковской сфере. Нет необходимости говорить, что сайт Банка Англии www.bankofengland.co.uk/ также содержит информацию, имеющую отношение к банковскому бизнесу. Европейский центральный банк имеет сайт www.ecb.int/, а Европейский банк реконструкции и развития — сайт www.ebrd.com/. Международная банковская деятельность и соответствующие организации отражаются на сайтах Мирового банка (www.worldbank.org/), Международного валютного фонда (www.imf.org/) и Банка международных расчетов (www.bis.org/).

Глава 15. Денежные рынки

Чтение отчетов о состоянии денежных рынков требует определенно-го навыка. Не многие читатели, которые не работают в финансовом бизнесе, полностью разберутся в соответствующих технических подробностях. Когда **денежные рынки (money markets)** дают сигнал о вероятных тенденциях в поведении **процентных ставок**, возможно, где-нибудь на финансовых страницах появится менее техническая интерпретация происходящего. Денежные рынки — это рынки, на которых занимаются и ссужаются деньги в больших количествах на относительно короткие периоды времени (часто очень короткие). Фактически это рынки депозитов и кредитов. Но они также являются рынком для различных видов краткосрочных ценных бумаг, которые почти эквивалентны деньгам.

Ответственность за функционирование денежных рынков сегодня делится между различными государственными финансовыми органами (ранее почти единоличную ответственность за их деятельность нес Банк Англии). Вежливый контроль исходит от **Управления финансового надзора. Министерство по управлению долгом (DMO)** (исполнительное подразделение Казначейства) ответственно за управление денежными потоками правительства и за эмиссию казначейских векселей (см. далее). А Банк Англии, как и прежде, действует на денежных рынках в интересах проведения денежно-кредитной политики и сглаживает диспропорции в обеспеченности наличными средствами между Банком и частным сектором. Но и сегодня его реальные функции более широкие.

Лейбористское правительство после прихода к власти в 1997 г. передало текущую ответственность за монетарную политику Банку Англии. Решения о процентных ставках ранее принимались правительством и просто проводились Банком в жизнь. С 1997 г. правительство оставило за собой право вмешиваться только в исключительных обстоятельствах и в течение ограниченного времени. Перед Банком была поставлена задача удержания уровня инфляции примерно в 2,5%, на основе показателя, который исключает участие ипотеки. Поскольку процентные ставки являются главным инструментом, который сегодня используется для контроля над инфляцией, это означает, что решения Банка о ставках кредитования имеют определяющее значение.

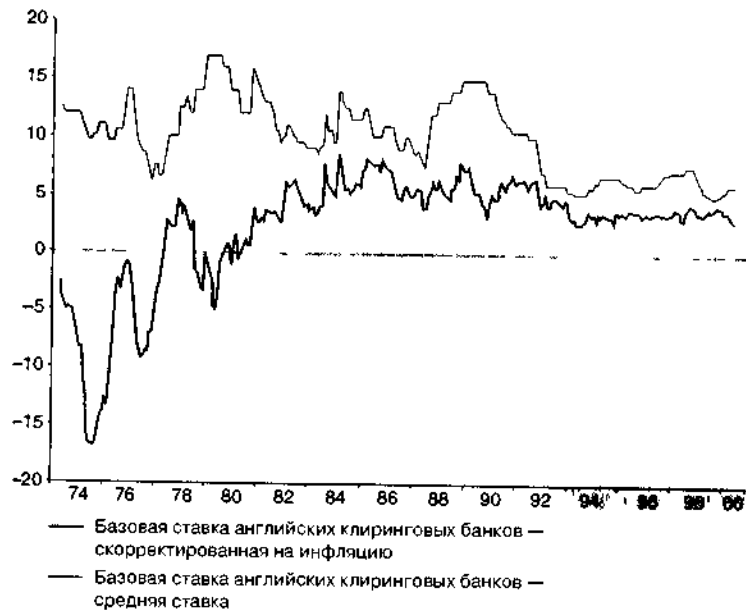


Рис 15.1 Краткосрочные процентные ставки номинальные и реальные. Краткосрочные процентные ставки в Великобритании, представленные базовой ставкой английских клиринговых банков, отражают экономическую историю страны. Пик в 1975 г отражает безудержную инфляцию того периода. Пики начала 80-х гг отражают попытки консервативного правительства вытеснить инфляцию из системы (что выразилось в сильно завышенном валютном курсе фунта стерлингов), в то время как пик конца 80-х свидетельствует о применении лекарства для компенсации безудержного бума Лоусона (или Тэтчер?). Более толстая линия показывает уровень реальных процентных ставок, когда из них вычитается инфляция. Заметим, что даже при высоких номинальных ставках реальные процентные ставки часто были отрицательными на протяжении 70-х гг из-за очень высоких темпов инфляции в этот период. Источник: *Datastream*.

Степень, в которой процентные ставки определяются рынком или диктуются властями (в данном случае Банком), часто вызывает замешательство. В основном ситуация выглядит следующим образом. Процентные ставки день за днем определяются спросом и предложением денег и обычным конкурентным давлением. Банк Англии непосредственно не диктует ту ставку, которую ваш банк взимает за пользование овердрафтом¹. Но частные коммерческие банки время от времени нуждаются в том, чтобы занять средства от правительства через посредничество Банка, или могут оказаться в ситуации, когда они будут вынуждены это сделать (мы рассмотрим этот механизм позднее). Другими словами, Банк Англии, как центральный банк страны, является **кредитором последней инстанции (lender of last resort)** для всей банковской системы. Масштабы возможного кредитования

с его стороны, а также условия этого кредитования могут использоваться для влияния на уровень процентных ставок во всей экономике.

Коммерческие банки не соглашаются кредитовать под ставку процента ниже той, которую они сами должны платить за деньги. Поэтому если Банк Англии повышает ставку процента, по которой он согласен предоставить кредит коммерческим банкам, то они обычно поднимают те ставки, которые взимают со своих клиентов. Таким образом, повышение в кредитных ставках Банка Англии проходит через всю банковскую систему и на практике будет, возможно, означать, что ставка, которую вы платите по своему овердрафту, тоже возрастет. Комментаторы из средств массовой информации, в частности, зачастую не очень точны, когда говорят о процентных ставках, идущих вверх или вниз, не поясняя, о каких именно процентных ставках они говорят.

Орган, который принимает решения о процентных ставках внутри Банка Англии, — это **Комитет по денежно-кредитной политике (Monetary Policy Committee)**. Он состоит из четырех представителей Банка и четырех внешних экспертов плюс Управляющий Банком. Решения принимаются большинством голосов, при этом Управляющему принадлежит право решающего голоса в безвыходных ситуациях. Комитет собирается раз в месяц, и его решения немедленно публикуются. Через 13 дней публикуются стенограммы заседаний. Перед каждым заседанием пресса широко обсуждает вероятность изменения официальных процентных ставок. Позднее подробному изучению подвергаются стенограммы заседаний, поскольку они показывают, какова степень согласия или разногласий была между членами комитета, и, следовательно, могут дать подсказку о наиболее возможном результате следующего заседания. Как мы видели, рыночные ставки процента будут отражать спрос и предложение на рынке на краткосрочные средства, но также, разумеется, будут отражать ожидания относительно будущих движений процентных ставок. Публикации стенограмм заседаний Комитета помогают уменьшить неопределенность за счет понимания характера его рассуждений.

Функции денежных рынков

Одна из функций денежных рынков состоит в том, чтобы передавать решения об официальных процентных ставках. Зачем еще нужны денежные рынки? Они являются краткосрочным аналогом рынков долгосрочных инвестиций на фондовой бирже. Фондовая биржа перегоняет долгосрочные сбережения

в долгосрочные инвестиции. Денежные рынки позволяют направлять деньги, которые доступны в течение более короткого периода, к тем, кто может их использовать, а также обладают хорошим качеством превращать очень краткосрочные депозиты в деньги, которые могут быть предоставлены в кредит на более длительные сроки. Как мы видели, это не просто рынок депозитов, но также и множество форм краткосрочных долговых обязательств или **финансовых инструментов (financial instruments)**, которые стоят близко к деньгам, потому что они **подходят для продажи на рынке (marketable)**. Другими словами, они могут быстро быть превращены в деньги за счет продажи на рынке. Мы разберемся со всем этим позднее.

Итак, денежные рынки выполняют несколько функций. Во-первых, в любой момент времени найдутся банки, которые испытывают временную нехватку денег, и другие институты, которые имеют их в избытке; деньги будут изъяты из одного банка и размещены в другом. Требуется такой механизм, чтобы банки, которые испытывают временный дефицит средств, могли занять средства, в которых они нуждаются, а те, которые имеют временный избыток средств, могли пустить их в дело.

Во-вторых, банки в любом случае хотят держать определенную часть своих ресурсов в такой форме, которая позволит им получить их в случае необходимости как можно быстрее. Это означает их помещение на депозиты в других финансовых институтах или покупку краткосрочных финансовых инструментов.

В-третьих, хотя банки получают большую часть своих стерлинговых средств со счетов индивидуальных вкладчиков (**розничные депозиты, retail deposits**), они также в больших количествах занимают средства у компаний, финансовых институтов и местных органов власти, имеющих краткосрочные избытки наличных средств, которые должны работать (**оптовые средства, wholesale funds**). Аналогичным образом эти институты занимают средства на денежных рынках, когда испытывают нехватку собственных средств.

Наконец, мы обращаемся к денежным рынкам как к мосту между правительством и частным сектором. Необходим механизм, чтобы сгладить дисбалансы в предложении денег между **банковской системой** в целом и правительством. Бывают моменты, когда система коммерческих банков страдает от недостатка денег, потому что, например, частные лица или компании снимают средства со своих банковских счетов, чтобы заплатить налоги государству. Власти также могут воздействовать на количество денег, доступных для системы коммерческих банков, через прямую продажу правительством государственных облигаций или казначейских векселей частному сектору, который должен

перевести деньги правительству, чтобы заплатить за них. Если же государственные ценные бумаги продаются напрямую банкам, а не **небанковскому частному сектору (non-bank private sector)** (частным лицам или организациям, отличным от банковских институтов, или государственным организациям), то они непосредственно не повлияют на широкое денежное предложение, так как не воздействуют на обязательства (пассивы) банковской системы.

Подобные операции могут вызвать дефицит денег в банковской системе. Предположим, что правительство выпустило государственные облигации для продажи публике (см. главу 13 для объяснения механизма). Чтобы заплатить за облигации, скажем, на £500 млн, публика должна снять со своих депозитов в банковской системе £500 млн. Следовательно, эти деньги покинули бы коммерческие банки и были бы заплачены правительству. При прочих равных условиях в банковской системе образовался бы дефицит наличных, который Банк мог бы использовать для увеличения своего влияния на коммерческие банки.

Денежные рынки формируют механизмы, для того чтобы справиться со всеми этими разнообразными требованиями. Рынки подразделяются на две основные части (сейчас мы говорим о стерлинговом рынке — параллельно с ним существуют депозиты в иностранной валюте). Существует рынок, который обеспечивает взаимодействие между правительством и частным сектором, который обычно известен как **учетный дисконтный рынок (discount market)**. В прошлом он работал немного по-другому. И существует рынок денег между институтами частного сектора, который иногда называют **межбанковским рынком (inter-bank market)**, хотя его клиентура не ограничивается банками.

Как Банк влияет на процентные ставки

В прошлом между коммерческими банками и Банком Англии в его операциях на денежных рынках использовался специальный вид банка под названием **учетный дом (discount house)**. Дисконтные дома существовали за счет привлечения избыточных краткосрочных средств у коммерческих банков и использования их для покупки финансовых инструментов, таких как **казначейские векселя (Treasury bills)**, коммерческие **переводные векселя (bills of exchange)** и **депозитные сертификаты в фунтах стерлингов (sterling certificates of deposits)** (это все формы краткосрочных долговых обязательств, которые мы рассмотрим далее). Деньги, которые коммерческие банки предоставляли в кредит дисконтным домам, были деньгами **до востребования (at call)**. Другими словами, банки могли попросить вернуть их обратно, когда они им

требовались. Это могло создать проблему для дисконтных домов, если они уже использовали эти деньги, чтобы инвестировать в переводные векселя. Поэтому здесь вступал в дело Банк Англии. Когда дисконтные дома сталкивались с нехваткой наличных средств, они имели право продать векселя, казначейские векселя и векселя местных органов власти Банку (**перечуть (rediscount)** их — продать их с дисконтом — у Банка). Это было равносильно кредитованию дисконтных домов Банком Англии и обеспечивало им необходимое количество наличности. А эти наличные, в свою очередь, попадали в банковскую систему для выплаты тех средств, которые дисконтные дома ранее занимали у коммерческих банков.

Сегодня этот механизм устроен немного по-другому, поскольку гораздо более широкий круг банков и финансовых институтов имеют деловые отношения с Банком Англии и соответствующая монополия дисконтных домов ушла в прошлое. Но принцип остается тем же самым. Эти избранные институты имеют право фактически получать кредиты от Банка Англии, когда они сталкиваются с дефицитом наличности. Как и раньше, они получают заем посредством продажи Банку **финансовых инструментов**. Но ассортимент финансовых инструментов, которые будет принимать Банк, расширился, особенно за счет включения в него **соглашений репо по государственным облигациям (gilt repos)** (см. главу 13) и **евровекселей Банка Англии (Euro Bills)**.

Решающую роль во всем этом играет ставка процента, по которой Банк Англии согласен предоставлять деньги коммерческим банкам — его **официальная учетная ставка (Official Dealing Rate)**, — потому что именно она влияет на все процентные ставки в банковской системе. Сегодня эта ставка называется **ставкой репо (repo rate)** (чуть позднее мы объясним причину). Поэтому именно ставку репо Комитет по денежно-кредитной политике (или просто Комитет) объявляет после своих ежемесячных заседаний. Поэтому ставка репо является показателем официальных процентных ставок в Великобритании. В прошлом ставка кредитования Банка Англии имела разные названия, такие как **минимальная кредитная ставка (Minimal Lending Rate, MLR)**, или еще раньше **банковская ставка (Bank Rate)**. Время от времени вы еще можете встретить эти термины в периодической печати. Однако не спутайте случайно банковскую ставку с **базовой банковской ставкой (Bank Base Rate)**, которая рассматривается дальше в этой главе.

Из-за постоянного потока денежных средств от частного сектора к правительству и обратно эти два потока редко бывают сбалансированы, что создает необходимость в **операциях на открытом рынке** со стороны Банка (**open market operations**). В нача-

ле каждого рабочего дня Банк Англии оценивает вероятный размер дефицита или избытка на денежном рынке на этот день (**дефицит (shortage)** — это сумма, которой, вероятно, будет не хватать системе коммерческих банков и которую она соответственно должна занять у правительства), а в дальнейшем на протяжении дня Банк может в случае необходимости пересмотреть свои оценки. Его оценки попадают на экраны информационных систем Рейтер или Телерейт. На протяжении дня он также сообщает подробности того, как справлялся с этим дефицитом. Банк Англии может купить **переводные векселя**. Он может заключить соглашения на покупку и обратную продажу через некоторое время ценных бумаг (**соглашения об обратном выкупе (repurchase agreements)**, или **репо**), которые действуют как краткосрочный кредит. Именно здесь мы имеем дело со **ставкой репо**, так как она фактически является процентной ставкой, взимаемой по этому виду займа. Указанные подробности иногда появляются в технических отчетах о состоянии денежного рынка, публикуемых в печати, которые обычно представляют собой довольно сухое чтение.

Следовательно, участники рынка знают те ставки, по которым Банк Англии будет готов заключать сделки на рынке. А Банк объявляет ставки, по которым он проводил свои операции на открытом рынке, сразу же после завершения каждого цикла операций.

Векселя

Учетные дома получили такое название, потому что они **учитывали** (покупали с дисконтом) (**discounted**) переводные векселя: они покупали их со скидкой к их номинальной стоимости. Чтобы понять, как работает вексельный рынок, нам надо более подробно разобрать его механизм.

Переводные векселя — это форма краткосрочных долговых обязательств, широко используемая для финансирования торговли и предоставления кредита. Механизм переводных векселей действует следующим образом. Компания А продает товаров на £1 млн компании В. Она «выписывает» переводной вексель на £1 млн, который посылает компании В. Этот вексель является признанием того, что компания В должна £1 млн, и компания В подписывает его, чтобы показать, что она признает данный долг. Указанный вексель может утверждать, что деньги не подлежат выплате до определенной даты в будущем — возможно, через три месяца. Вексель возвращается в компанию А.

Затем у компании А есть выбор. Она может держать вексель у себя, и в этом случае компания В заплатит по нему £1 млн

через три месяца. Или, если наличные деньги нужны ей раньше, она может продать этот вексель кому-нибудь еще. Кто бы ни владел этим векселем, спустя три месяца он получит £1 млн от компании В.

По векселям не платят процентов. Но если компания А продает вексель до наступления срока платежа, она получит за него меньше его номинальной стоимости. Другими словами, она **продает его с дисконтом (sell at a discount)**. Еще раз вспомним основной принцип: деньги, получаемые в будущем, стоят меньше, чем деньги, которые у вас есть сегодня. Поэтому, если вексель подлежит погашению, скажем, через три месяца, покупатель мог бы заплатить только £98,50 за каждые £100 номинальной стоимости. Таким образом, покупатель получает прибыль в £1,50 на каждые £100, когда вексель будет погашен по своей номинальной стоимости, что эквивалентно получению процентов: дисконт обычно выражается как годовая ставка процента. Когда говорят, что Банк Англии купил векселя за 5,5%, это означает, что Банк приобрел их с дисконтом к их номинальной стоимости, который эквивалентен годовой процентной ставке 5,5%. Таким образом, если процентные ставки в целом падают, цены векселей будут расти (дисконт станет меньше).

Вексель, описанный выше, — это **торговый вексель (trade bill)**, выпускаемый одной компанией для другой. Но вексель может быть **акцептован** банком (**accepted**). В этом случае он становится **банковским векселем (bank bills)**. Ставя свое имя на векселе, банк соглашается заплатить сумму векселя при наступлении срока погашения, даже если компания, которая признала свой долг, окажется неплатежеспособной. Следовательно, банковский вексель — это форма своего рода гарантии. Акцептование векселей подобным образом в прошлом было важной частью бизнеса английских торговых банков. Соответственно обычным делом было использование термина **акцептные дома (accepting houses)** для обозначения высшей категории торговых банков. Вексель, акцептованный банком, благодаря той безопасности, которую он предлагает, продается с очень маленькими дисконтами (т. е. по самой высокой цене). Любые институты денежно-кредитного сектора экономики могут акцептовать векселя, но Банк Англии покупает или кредитует только под векселя, акцептованные **приемлемыми банками (eligible banks)**. Соответственно используется термин **приемлемые векселя (eligible bills)**. Банк публикует список приемлемых банков: в целом это банки, которые имеют значительный и обладающий широкой основой бизнес в области акцептования стерлинговых векселей.

Банковские векселя также обеспечивают замену овердрафта при финансировании крупных компаний. Компания получает от

банка **акцептный кредит (acceptance credit)**, который позволяет компании выпускать векселя в пределах согласованной суммы. Каждый вексель акцептуется банком в обмен на комиссионные и может быть продан с дисконтом, чтобы привлечь наличные средства для компании. Эффективная ставка процента может оказаться даже ниже, чем при других формах заимствования.

Казначейские векселя

Казначейские векселя (Treasury bills) работают во многом тем же образом, что и коммерческие переводные векселя, но выпускаются правительством. Они продаются с дисконтом, т. е. с предполагаемой ставкой процента, через еженедельные тендеры, которые теперь проводит Министерство по управлению долгом (обычно это был Банк Англии). Суммы, которые предлагаются на еженедельных тендерах, изменяются так, чтобы отражать государственные денежные потоки и обеспечить минимальный объем векселей в одном выпуске. *Financial Times* в понедельник выпускает таблицу с результатами проведенного в четверг тендера по продаже казначейских векселей. Так же как стерлинговые векселя, выпускаемые DMO, сегодня выпускаются векселя, номинированные в евро. Эти **евровекселя (euro bills)** выпускаются Банком Англии.

Депозитные сертификаты

Депозитные сертификаты (certificates of deposit, CD) — это метод **секьюритизации (securitizing)** банковских депозитов. Компания со свободными наличными деньгами открывает в банке депозит на £500 000. Она соглашается оставить свои деньги сроком на один год, чтобы получить наилучший процент. Банк выдает компании депозитный сертификат на сумму £500 000, содержащий ставку процента по депозиту и срок, когда этот депозит будет погашен. Если компании требуются наличные деньги до истечения одного года, она может продать депозитный сертификат на денежном рынке. Покупатель приобретает право на получение выплаты в сумме £500 000 с банковского депозита (плюс проценты) по прошествии года. Депозитные сертификаты, подобно казначейским векселям и приемлемым векселям, покупаются и продаются банками и другими участниками денежного рынка. Но в отличие от казначейских и приемлемых векселей, CD не могут использоваться в сделках с Банком Англии, посредством которых рынок получает средства от Банка Англии через операции на открытом рынке.

Смысл депозитного сертификата для банка заключается в том, что банк (в нашем примере) получил депозит сроком на

один год и знает, что он на протяжении этого года может пользоваться указанными деньгами. Компания, которая ссудила эти деньги банку на один год и получила сертификат, на практике может получить свои деньги обратно посредством продажи депозитного сертификата.

Межбанковский рынок

Мы начали с рынка, на котором Банк Англии заключает сделки с коммерческими банками (бывший учетный рынок), потому что он иллюстрирует, как Банк может влиять на процентные ставки. Но банки, стремящиеся занимать и ссужать деньги на оптовых рынках, не ограничиваются сделками с властями. Они также действуют в других секторах денежного рынка, в которых банки, местные органы власти, институты и компании могут занимать или кредитовать друг друга вместо сделок с правительством. Самым большим и самым важным из этих рынков является **межбанковский рынок (inter-bank market)**, где банки и другие участники заключают сделки друг с другом, часто через **денежного брокера (money broker)**, который сводит участников вместе за небольшие комиссионные. Этот рынок делится на межбанковский рынок фунтов стерлингов и межбанковский рынок в иностранных валютах, особенно в долларах.

За последние годы крупные компании стали все больше использовать денежные рынки. И бюджет 1989 г. представил изменения, которые помогли сломать различие между денежными рынками и существующими рынками долговых обязательств (фондовой биржей и евторынком) за счет разрешения выпуска финансовых инструментов со сроком обращения до пяти лет. Таким образом, компания, желающая занять средства на пять лет, будет иметь выбор между выходом на рынок ценных бумаг и выходом на денежный рынок. В то время как рынки ценных бумаг открыты для частных инвесторов, оптовые денежные рынки определенно являются зоной деятельности только для профессионалов.

Коммерческие и среднесрочные бумаги

Коммерческая бумага — это другая характерная черта денежных рынков и пример процесса **секьюритизации (securitization)**. Для компаний она представляет собой альтернативу банковского кредита или существующей формы краткосрочной ценной бумаги — переводного векселя.

По сути, коммерческая бумага — это просто еще одна форма необеспеченного долгового обязательства, выпущенного в форме бумаги на предъявителя. Обычно она выпускается с дискон-

том вместо процента, со сроком обращения до одного года, хотя более общепринятым является срок три месяца.

Коммерческие бумаги в фунтах стерлингов появились в Лондоне в мае 1986 г., и первоначально эта возможность была открыта только для крупных известных компаний. Эти условия были довольно сильно ослаблены, открывая дорогу для сбора средств на рынке по мере необходимости компаниям среднего размера.

Процесс выпуска происходит следующим образом. Компания, которая хочет собрать средства на рынке, просит банк открыть для нее программу, скажем, на £200 млн. Она определяет максимальную сумму, которую компания может выпустить в обращение в любой момент времени. Одновременно определяются дилеры. Когда компания хочет собрать деньги, она обращается к этим дилерам, или дилеры могут проявить инициативу, сказав компании, что среди инвесторов существует спрос на бумаги с определенным сроком погашения. Дилеры, которые находятся в постоянном контакте с потенциальными инвесторами, находят покупателей на эти бумаги. Бумага продается с дисконтом от своей лицевой стоимости, который является эквивалентом ставки процента. Покупателями могут быть институты или компании, ищущие возможности для краткосрочных инвестиций.

Когда наступает срок погашения первоначального выпуска, то для этой цели могут быть проведены дальнейшие эмиссии. Таким образом, хотя это и очень краткосрочный рынок, **повторяющиеся (rolling over)** выпуски подобного рода могут использоваться компаниями как источник среднесрочного финансирования. В дополнение к рынку стерлинговых коммерческих бумаг существует его международный эквивалент — **рынок еврокоммерческих бумаг (eurocommercial paper market)**, где компании могут аналогичным образом открывать программы, позволяющие им выпускать бумаги в нескольких видах валют.

Существует также более долгосрочная форма заимствований на денежном рынке в виде **среднесрочных нот (medium term note, MTN)**, которые имеют срок жизни от одного года до пяти лет. Подобно коммерческим бумагам, для них существует евторынковый эквивалент в форме **среднесрочных евронон (euro medium term note, EMTN)**.

Программа кредитования с возможностью выбора

Программа кредитования с возможностью выбора (multiple option facility, MOF) является другой формой соглашения о сборе средств в случае необходимости на денежных рынках, которая была популярна в конце 1980-х гг., и сегодня имеется вероят-

ность ее возрождения. Она существовала в разных видах, но типичное соглашение могло выглядеть следующим образом.

Компания выбирает один банк, чтобы тот составил группу из различных банков, которые согласны предоставить определенную сумму кредитов — скажем, £150 млн — на срок пять лет. Ставка процента, которая будет меняться, устанавливалась на какую-то величину выше базовой ставки процента в момент получения кредитов (скажем, на 20 базисных пунктов выше ставки предложения на Лондонском межбанковском рынке депозитов (London Inter-Bank offered Rate, LIBOR — см. ниже). Эти £150 млн были известны как **резервный**, или **гарантийный, кредит (committed facility, standby facility)**.

Далее. Собирается другая группа банков, состоящая из первоначальных банков плюс другие банки, которые были к этому привлечены. Они формируют **панель предложения (tender panel)**. Когда компания решает, что ей нужны наличные, банкам из панели предложения предлагается делать заявки на обеспечение финансирования. Реагируют те из них, которые обладают свободной наличностью. И тот банк или банки, которые предлагают самую низкую ставку процента, предоставят компании кредит. Если ни один банк из панели предложения не предлагает ставку, которая ниже, чем ставка резервного кредита, компания обращается к возможности собрать средства при помощи резервного кредита. Таким образом, она получает уверенность в том, что в случае необходимости соберет нужные деньги.

Ссуды, предоставленные в рамках этого соглашения, возможно, будут иметь краткосрочный характер — скажем, выдаваться на срок три месяца. Но когда заканчивается один кредит, можно договориться о новых займах, так что компания получает эквивалент среднесрочного кредита по конкурентной ставке процента. Выражение «возможность выбора» (multi-options) относится к тому факту, что заключенное соглашение позволяет собрать деньги в нескольких разных формах, которые могли бы включать в себя прямые ссуды, акцепты (переводные векселя), кредиты в иностранной валюте и т. д.

Хеджирование риска

Денежные рынки также являются родным домом для многих видов инструментов по ограничению степени подверженности риску изменения процентных ставок (**хеджирование (hedging) риска процентных ставок**). «**Шапка (cap)**» является фактически опционом на процентные ставки. Скажем, базовая процентная ставка в текущий момент составляет 6%, и вы предполагаете, что ее рост до 8% серьезно угрожал бы вашему бизнесу. Вы можете купить «шапку»

у банка, согласно которой вам будут возмещены последствия любого повышения в базовой процентной ставке до и выше 8%.

«**Пол (floor)**» — это опцион, который работает следующим образом. Предположим, вы пришли к согласию с вашим банком, что будете платить минимальную процентную ставку в 5%, даже если рыночные ставки упадут ниже этого уровня. Банк заплатит вам за согласие на этот «пол», как и в случае с покупкой «шапки». Поэтому поступления от продажи «пола» могут использоваться для компенсации по крайней мере части стоимости «шапки». Соглашение, которое включает и «шапку», и «пол», известно как «**ошейник**», или «**цилиндр (collar, cylinder)**», оно может использоваться для ограничения процента, который вы, возможно, должны были бы заплатить в рамках весьма узких границ. Компании достаточно широко используют эти и другие похожие инструменты, чтобы ограничить свою незащищенность от изменения процентных ставок.

Возможно, в ту же самую категорию инструментов хеджирования должны быть включены **свопы (swaps)** или **процентные свопы (interest rate swaps)**. Для описания принципов их действия (см. главу 17).

Индикаторы процентных ставок

В *Financial Times* вы найдете перечень процентных ставок для депозитов и для разных видов краткосрочных финансовых инструментов под заголовком «**Лондонские ставки денежного рынка (London money rates)**». Для каждого из видов краткосрочных финансовых инструментов предлагается ряд возможных сроков погашения. Так, в случае межбанковских депозитов существует ставка для однодневных денег, для денег, размещенных на неделю, на месяц, на три месяца, шесть месяцев и год. Вы можете нанести разные предлагаемые ставки по разным срокам погашения на график, чтобы получить **кривую доходности (yield curve)**. Обычно это растущая кривая, показывающая, что деньги, размещенные на более короткие сроки, приносят более низкий процент, чем деньги, размещенные на 6 месяцев или год. Но когда ожидается падение ставок процента, может иметь место **отрицательная кривая доходности (negative yield curve)** с более низкой ставкой процента по деньгам, размещенным на год, чем по деньгам, размещенным на срок один месяц.

Таблица ставок лондонского денежного рынка показывает ставки процента по межбанковским депозитам, депозитным сертификатам в фунтах стерлингов, депозитам местных органов власти, депозитам учетного рынка (discount market deposits), казначейским векселям и банковским векселям.

UK INTEREST RATES

LONDON MONEY RATES

| Jun 28 | Over- night | 7 days notice | One month | Three months | Six months | One year |
|--|------------------|------------------|---------------|-----------------|----------------|-------------|
| Interbank Sterling | 7½ - 5¼ | 6¼ - 5½ | 6¼ - 5½ | 6¼ - 6¼ | 6¼ - 6¼ | 6½ - 6½ |
| BBA Sterling LIBOR | - | 6¼ | 6¼ | 6¼ | 6¼ | 6¼ |
| Sterling CDs | - | - | 6 - 5½ | 6½ - 6½ | 6½ - 6¼ | 6½ - 6½ |
| Treasury Bills | - | - | 5½ - 5½ | 6 - 5½ | - | - |
| Bank Bills | - | - | 5½ - 5½ | 6½ - 6½ | - | - |
| Local authority deps | 6½ - 6½ | 6½ - 5½ | 6½ - 6 | 6¼ - 6¼ | 6½ - 6½ | 6½ - 6½ |
| Discount Market deps | 5½ - 5½ | 5½ - 5½ | - | - | - | - |
| UK clearing bank base lending rate 6 per cent from Feb 10 2000 | | | | | | |
| | Up to 1 month | 1-3 month | 3-6 months | 6-9 months | 9-12 months | |
| Certs of Tax dep (£100,000) | 2¼ | 5 | 5 | 5 | 5¼ | |

Certs of Tax dep under £100,000 is 2¼pc Deposits withdrawn for cash 1¼pc
 Av trade rate of discount Jun 23 5.8630pc ECGD fixed rate 5½pc Export Finance make up day May 31 2000
 Agreed rate for period Jun 26 2000 to Jul 25 2000 Scheme III 7.56pc Reference rate for period Apr 29 2000
 to May 31 2000 Scheme IV & V 6.307pc Finance House Base Rate 6¼pc for June 2000 SONIA Jun 28
 6.3515

Пример 151 Процентные ставки по депозитам и инструментам денежного рынка в Лондоне Источник *Financial Times*

Заметим, что межбанковская ставка (стерлинговый ЛИБОР) является гораздо лучшим показателем краткосрочных изменений в процентных ставках, чем базовые банковские ставки (bank base rates). Последние представляют собой отправные ставки процента, предлагаемые коммерческими банками, к которым обычно привязываются ставки по депозитам и кредитам для частных лиц (см. глоссарий). Базовые ставки изменяются относительно редко и обычно отражают изменения в официальных процентных ставках со стороны властей. С другой стороны, межбанковская ставка является постоянно изменяющимся показателем стоимости больших денежных сумм для самих банков.

В дополнение к стерлинговым процентным ставкам газета также предлагает таблицу краткосрочных ставок денежного рынка в других ведущих экономиках вместе со ставкой ЛИБОР по долларам США. Кроме того, публикуются процентные ставки для валют, которые продаются на международных рынках (включая евровалюты — см. главу 17).

Ставки процента по облигациям с плавающей процентной ставкой (floating rate bonds) обычно привязываются к межбанковской ставке предложения (offered) — ставке, по которой банки будут оптом торговать деньгами друг с другом. Облигация могла бы иметь ставку, скажем, на 50 базисных пунктов выше межбанковской ставки предложения. Сто базисных пунктов эквивалентны одному процентному пункту, так что 50 базисных пунктов равны 0,5%. Но ставка по овердрафту для частных лиц будет связываться с базовой банковской ставкой по кредиту и

выражаться в количестве базисных пунктов выше этого уровня. В этом случае пункт является полным процентным пунктом (percentage point), т. е. пять пунктов сверх базового уровня в 6% дают уровень в 11%.

WORLD INTEREST RATES

DOMESTIC MONEY RATES

| Jun 28 | Over night | One month | Three mths | Six mths | One year | Lomb inter | Dis rate | Repo rate |
|----------------------|---------------|--------------|---------------|-------------|-------------|---------------|-------------|--------------|
| Euro-zone | 4¼ | 4¼ | 4¼ | 4½ | 5 | - | - | 4.25 |
| Switzerland | 3½ | 3½ | 3½ | 3½ | 3¾ | - | 0.50 | - |
| US | 6½ | 6¼ | 6¼ | 6½ | 7½ | - | 6.00 | - |
| Japan | ¼ | ¼ | ¼ | ¼ | ½ | - | 0.50 | - |
| \$ Libor BBA fixing* | | | | | | | | |
| Interbank Fixing | - | 6¼ | 6½ | 6½ | 7½ | - | - | - |
| US Dollar CDs | - | 6.60 | 6.70 | 6.85 | 7.12 | - | - | - |
| Euro Linked Ds | - | 4½ | 4½ | 4½ | 4½ | - | - | - |
| SDR Linked Ds | - | 3¾ | 3½ | 3½ | 4½ | - | - | - |
| BBA Euro Libor | - | 4¼ | 4½ | 4½ | 5½ | - | - | - |
| Euro Euribor | - | 4.425 | 4.547 | 4.716 | 5.025 | - | - | - |
| EDONIA | 4.38 | - | - | - | - | - | - | - |
| EURONIA | 4.3694 | - | - | - | - | - | - | - |

* London interbank fixing rate (LIBOR) is the BBA London rate fixed at 11am (London time)
 Bid rates are shown for the domestic Money Rates US\$ CDs Euro & SDR Linked Deposits (Ds)

Пример 152 Процентные ставки на национальных денежных рынках иностранных государств Источник *Financial Times*

Обычно базовой процентной ставкой для оптовых средств выбирается ставка предложения на лондонском межбанковском рынке депозитов (ЛИБОР) (см. главу 17). Это ставка, по отношению к которой устанавливаются другие плавающие процентные ставки. Ставка LIBID является ставкой покупателя (bid) или ставкой, под которую банки будут согласны занять средства. LIMEAN (произносится «Лай-миан») — это средняя ставка между ставкой продавца и ставкой покупателя.

Интернет-ссылки

Личные финансовые сайты, перечисленные в главе 23, содержат подробности о ставках заимствований и кредитования, которые представляют наибольший интерес для частных инвесторов. Сайт Банка Англии www.bankofengland.co.uk/ содержит множество информации по операциям Банка на денежных рынках, а также стенограммы заседаний Комитета по денежно-кредитной политике. Министерство по управлению долгом на своем сайте www.dmo.gov.uk/ предоставляет информацию о тендерах по казначейским векселям. Экономические основания, на базе которых формируются рамки для денежно-кредитной политики, могут быть найдены на сайте Казначейства www.hm-treasury.gov.uk/.

Глава 16. Валютный рынок и евро

Фондовые рынки иногда ведут себя иррационально, но по сравнению с валютным рынком (*foreign exchange*), или рынком **ФОРЕКС (forex)**, на которых продаются и покупаются разные валюты, они являются образцом благоразумия. Изменения в стоимости одной валюты относительно другой являются частыми и драматическими. Они имеют жизненно важные последствия для экономических перспектив затронутых стран, а часто и для процветания всего мира свободной экономики. Вспомните валютные крахи среди валют бывших «экономик-тигров» стран Азии в 1997 г. Неудивительно, что валютные рассказы так часто мигрируют из подробных и наполненных техническими деталями отчетов о состоянии валютных рынков, чтобы стать ведущими темами финансовых страниц.

Когда затрагиваются важные проблемы политики или национализма, рассказы о валютах будут пробиваться даже в общие газетные заголовки, а не ограничиваться только финансовыми страницами. Обсуждение проблемы присоединения — или неприсоединения — Великобритании к единой европейской валюте служит прекрасным примером. Это вызвало больше жарких споров (и соответственно больше чепухи), чем любая другая экономическая ситуация за последние годы. Но прежде чем приступить к рассмотрению механизма функционирования валютного рынка, надо разобрать несколько базовых положений.

Последствия, которые меняют стоимости валют, часто бывают настолько иррациональными, что рассказы о валютах с трудом могут поддаваться пониманию. Возможно, самый простой подход заключается в том, чтобы смотреть на торгующие страны, как если бы они были компаниями, которые котируются на бирже, а их валюты воспринимать так, как если бы они были акциями компаний.

Официальная интервенция

Как и в случае с акциями, стоимость каждой валюты определяется балансом спроса и предложения на рынке, по крайней мере с момента введения **плавающих валютных курсов (floating exchange**

rates) в начале 1970-х гг. Но, как и цены акций, которые могут поддерживаться друзьями компании, стоимость валют может изменяться с помощью **официальных интервенций (official intervention)** — покупки и продажи валют **центральными банками (central banks)**, чтобы постараться укрепить или ослабить свою валюту.

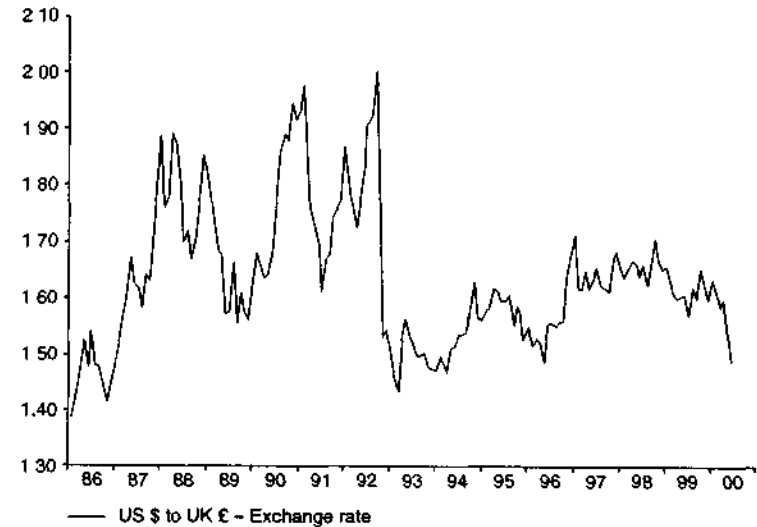


Рис 16.1 Соотношение доллара и фунта стерлингов. Как видно, Великобритания пережила несколько резких колебаний стоимости своей валюты относительно доллара США, хотя в последние годы ситуация стала более спокойной. Источник: *Datastream*.

Когда валюта на первый взгляд является **плавающей** (ей позволяет найти свой собственный уровень), но на практике придерживается конкретной стоимости валюты, или **паритета (parity)**, по отношению к другим валютам за счет интервенций центрального банка, комментаторы говорят о **грязном, или управляемом, плавании (dirty, managed float)**.

Однако существует предел, до которого можно манипулировать стоимостью валюты в противовес действию рыночных сил. Если центральный банк использует свои **валютные резервы**, чтобы поддержать национальную валюту, когда большинство других участников рынка продают ее, потому что считают ее стоимость завышенной относительно других валют, то после исчерпания доступных резервов центральный банк будет вынужден прекратить операцию по поддержке курса валюты, и после этого стоимость валюты все равно упадет. Рыночные силы торжествуют. Успешное вмешательство часто требует согласованных действий центральных банков ряда стран (см. далее). Но даже

оно в конечном итоге провалится, если не соответствует фундаментальным экономическим основаниям.

Рыночные силы

Что представляют собой эти рыночные силы? Снова проведем параллель между компанией и страной. Если компания успешно работает и увеличивает свои прибыли, при прочих равных условиях цена ее акций будет расти. Успешные страны, которые имеют **профицит текущего платежного баланса (current account balance of payment)** (продают больше товаров и услуг другим странам, чем сами покупают за границей) и которые удерживают инфляцию на низком уровне, также увидят свои валюты сильными или растущими по стоимости с течением времени.

Влияние процентных ставок

Даже если деятельность идет не очень хорошо, компания может попытаться сделать свои акции привлекательными для инвесторов за счет увеличения тех дивидендов, которые она платит. Страна также может попытаться повысить привлекательность своей валюты для международных инвесторов за счет увеличения **внутренних процентных ставок (domestic interest rates)**. Это увеличивает доход, который могут заработать инвесторы от размещения денег на счетах или в результате покупки облигаций в этой стране. Предположим, Великобритания поднимает процентные ставки, чтобы привлечь зарубежных инвесторов. Чтобы инвестировать деньги в Британию, им потребуется конвертировать любую валюту, которая у них есть, в фунты стерлингов, чтобы разместить эти средства на депозитах в Великобритании или купить английские облигации. Поэтому они будут приобретать фунты стерлингов, а когда на рынке увеличивается количество покупателей, курс валюты должен пойти вверх.

До сих пор все было хорошо. Но инвесторы на фондовом рынке не будут приобретать акцию, если они уверены, что ее стоимость упадет, почти независимо от дохода, который она предлагает. Доход мало что значит, если выгода улетучивается в результате капитальных убытков по акциям. То же самое относится и к валюте. Если международные инвесторы думают, что фунт стерлингов собирается сильно упасть в цене, они в большей степени будут склонны продавать его, чем покупать, и процентные ставки, которые предлагает Великобритания, будут иметь ограниченный эффект действия. Этот процесс очень четко проявился в сентябре 1992 г., когда сильные повышения процентных ставок не могли поддержать стоимость фунта стерлин-

гов на достаточном уровне, чтобы оставаться внутри механизма **валютных курсов (Exchange Rate Mechanism) Европейской валютной системы (European Monetary System)** (см. ниже). Изменения процентных ставок могут и оказывают влияние на стоимость валюты. Большая часть того, что пишет пресса о валютах, это вопросы о том, каким способом страны корректируют — или вынуждены корректировать — внутренние процентные ставки, чтобы приспособить их к стоимости своей валюты. Но процентные ставки являются лишь одним из факторов, определяющих эту стоимость.

Резкие колебания настроения рынка

Все более существенным фактором становится не поддающийся определению элемент — **настроение рынка (market sentiment)**. Если инвесторы испытывают энтузиазм в отношении какой-то акции, они будут ее покупать. Ее цена будет расти, и те, кто купил, будут демонстрировать прибыль. В свою очередь, это может привлечь к покупке других инвесторов, цена продолжает расти, и процесс становится самоподдерживающимся. То же самое происходит и с валютами. Долгосрочные инвесторы или краткосрочные спекулянты (а возможно, обе эти группы) начинают испытывать энтузиазм по отношению к доллару и покупают его. Его стоимость растет, что поощряет еще большее количество инвесторов вкладывать свои деньги в доллары, так что он продолжает расти и дальше. И этот процесс может повторяться снова и снова — до тех пор, пока не случится что-то, что изменит настроение рынка или не заставит инвесторов зафиксировать свою прибыль. Когда это происходит, международные инвесторы могут продавать так неистово, как они перед этим покупали, и стоимость валюты может упасть так же быстро, как она раньше росла.

В результате эти резкие изменения курса валюты могут привести к **несоответствию валютного курса паритету (overshoot)**. То есть они могут зайти слишком далеко в одном или другом направлении, создавая неприятности для предприятий, которые заняты международной торговлей: они никогда не будут знать наверняка, какую цену они получают за свои товары, когда переводят выручку в свою собственную национальную валюту. Здесь аналогия между фондовым рынком и валютным рынком нарушается. На фондовом рынке цены отдельных акций могут изменяться неожиданно высоко или неожиданно низко в результате изменений рыночных настроений. Но в конечном итоге существует несколько разумных объективных базовых показателей: какую прибыль зарабатывает компания и какую прибыль

она в состоянии приносить; дивиденды, которые она платит, и, следовательно, доходность, которую она предлагает. В конечном итоге эти фундаментальные показатели (fundamentals) склонны подтверждать себя и спускать инвесторов на землю.

На валютных рынках фундаментальные показатели в краткосрочном плане оказывают меньшее влияние, так что валюта изменяется гораздо значительно, чем необходимо, чтобы просто приспособиться к торговым реалиям. В очень долгосрочном периоде фундаментальные показатели подтверждаются, но, пока это произойдет, подобные отклонения от паритета могут наносить серьезный ущерб перспективам международной торговли страны.

Как мы измеряем валюты?

Существует другое важное отличие, которое нужно объяснить, прежде чем мы более близко познакомимся с тем, как освещаются валютные вопросы. На английском фондовом рынке мы измеряем цены на ценные бумаги в стандартных единицах: фунтах и пенсах (хотя были слухи о переходе на евро!). Но валюта измеряется в единицах других валют, и все они двигаются друг относительно друга. Фунт может укрепиться относительно доллара, но ослабиться относительно евро. Эти валютные кросс-курсы (exchange cross rates) — стоимости каждой из ведущих валют, выраженные в единицах других валют, — ежедневно приводятся на страницах *Financial Times*, посвященных рынкам валют, денег и капитала (currencies, money and capital markets), как и стоимости основных валют в фунтах стерлингов и американских долларах, в более подробном виде. Отметим одну сложность: по соглашению рынки всегда говорят о том, что «столько-то долларов за фунт», а не «столько-то фунтов за доллар», даже когда говорят о стоимости долларов, а не фунтов. Поэтому долларовая стоимость в фунтах стерлингов выражается как, скажем, \$1,6235 за £1, а не как £0,6160 за \$1.

В отчетах о движениях курсов валют есть два основных способа выражения стоимости валют: с точки зрения другой отдельной валюты или с точки зрения взвешенного с учетом торговли индекса (trade-weighted index), когда она измеряется относительно корзины валют (basket of currencies). Во втором случае, взяв в качестве примера стоимость фунта стерлингов, индекс конструируется из валют основных стран, которые являются главными торговыми партнерами Великобритании. При этом каждой валюте придается вес в зависимости от ее важности для английской торговли. Стоимость валюты здесь выражается не как моментальная стоимость, а как индекс с базой 100 в 1999 г. Таким образом, в определенный день фунт стерлингов может

POUND SPOT FORWARD AGAINST THE POUND

| Jun 28 | Closing mid point | Change on day | Bid/offer spread | Day's Mid high | Day's Mid low | One month Rate | One month %p/a | Three months Rate | Three months %p/a | One year Rate | One year %p/a | Bank of Eng index | |
|-----------------------------------|-------------------|---------------|------------------|----------------|---------------|----------------|----------------|-------------------|-------------------|---------------|---------------|-------------------|-------|
| Europe | | | | | | | | | | | | | |
| Austria* | (Sch) | 21 9795 | +0 1086 | 699 891 | 22 0202 | 21 8824 | 21 9497 | 1 6 | 21 894 | 1 6 | 21 6938 | 1 3 | 100 0 |
| Belgium* | (BFF) | 64 4356 | +0 3185 | 674 637 | 64 5550 | 64 1510 | 64 0321 | 1 6 | 63 8703 | 1 5 | 63 2745 | 1 3 | 99 0 |
| Denmark | (DKK) | 11 9170 | +0 0665 | 116 224 | 11 9350 | 11 8578 | 11 9371 | 0 9 | 11 7957 | 0 9 | 11 7965 | 0 5 | 100 8 |
| Finland* | (FIM) | 9 4972 | +0 0969 | 931 013 | 9 5150 | 9 4550 | 9 4378 | 1 5 | 9 4739 | 1 5 | 9 3262 | 1 3 | 77 1 |
| France* | (FFF) | 10 4777 | +0 0518 | 731 823 | 10 4971 | 10 4313 | 10 4121 | 1 6 | 10 3867 | 1 5 | 10 2899 | 1 3 | 101 7 |
| Germany* | (DM) | 3 1308 | +0 0124 | 297 254 | 3 1308 | 3 1098 | 3 1045 | 1 5 | 3 0867 | 1 5 | 3 0678 | 1 3 | 98 4 |
| Greece | (Dr) | 537 624 | +2 6380 | 210 628 | 538 527 | 535 521 | 536 047 | 2 4 | 537 486 | 1 8 | 535 721 | 0 8 | 58 0 |
| Ireland* | (Ir) | 1 2580 | +0 0062 | 574 585 | 1 2594 | 1 2524 | 1 2502 | 1 6 | 1 247 | 1 5 | 1 2353 | 1 3 | 87 6 |
| Italy* | (L) | 3092 83 | +15 2980 | 148 418 | 3098 57 | 3079 16 | 3073 47 | 1 6 | 3065 71 | 1 5 | 3037 11 | 1 3 | 72 6 |
| Luxembourg* | (LFX) | 64 4356 | +0 3185 | 674 637 | 64 5550 | 64 1510 | 64 0321 | 1 6 | 63 8703 | 1 5 | 63 2745 | 1 3 | 99 0 |
| Netherlands | (FD) | 1 5201 | +0 0174 | 185 216 | 1 5266 | 1 5044 | 1 4981 | 1 6 | 1 4892 | 1 5 | 1 4586 | 1 3 | 97 8 |
| Norway | (NOK) | 13 0565 | +0 0012 | 999 630 | 13 1314 | 13 0248 | 13 0645 | 0 6 | 13 0822 | -0 8 | 13 1856 | 1 0 | 92 4 |
| Portugal* | (Esc) | 320 233 | +1 5830 | 093 373 | 320 824 | 318 816 | 318 228 | 1 6 | 317 424 | 1 5 | 314 462 | 1 3 | 89 2 |
| Spain* | (Pts) | 285 721 | +1 3140 | 656 887 | 286 260 | 284 590 | 284 107 | 1 6 | 283 439 | 1 5 | 280 582 | 1 3 | 74 2 |
| Sweden | (SKr) | 13 3750 | +0 0696 | 640 860 | 13 4276 | 13 2974 | 13 2811 | 2 2 | 13 2381 | 2 0 | 13 1111 | 1 5 | 83 8 |
| Switzerland | (SFr) | 2 4767 | +0 0195 | 755 279 | 2 4829 | 2 4602 | 2 4512 | 2 9 | 2 4404 | 2 7 | 2 3971 | 2 4 | 106 1 |
| UK | (£) | | | | | | | | | | | | |
| Euro | (€) | 1 5873 | +0 0079 | 966 980 | 1 6008 | 1 5895 | 1 5873 | 1 6 | 1 5832 | 1 5 | 1 5685 | 1 3 | 79 65 |
| SDR | | 1 134900 | | | | | | | | | | | |
| Americas | | | | | | | | | | | | | |
| Argentina | (Piso) | 1 5106 | +0 0116 | 101 111 | 1 5115 | 1 5027 | | | | | | | |
| Brazil | (R\$) | 2 7483 | +0 0135 | 459 507 | 2 7507 | 2 7400 | | | | | | | |
| Canada | (Cdn) | 2 2426 | +0 0021 | 411 441 | 2 2441 | 2 2332 | 2 2293 | 0 1 | 2 2195 | 0 2 | 2 2123 | 0 1 | 79 7 |
| Mexico | (New Peso) | 15 0456 | +0 0719 | 345 566 | 15 1403 | 14 9890 | 15 2938 | 14 0 | 15 6282 | 13 5 | 16 9935 | 12 3 | |
| USA | (\$) | 1 5109 | +0 0116 | 104 114 | 1 5118 | 1 5030 | 1 5008 | 0 8 | 1 5002 | 0 7 | 1 5112 | 0 8 | 109 4 |
| Pacific/Middle East/Africa | | | | | | | | | | | | | |
| Australia | (A\$) | 2 5132 | +0 0139 | 102 181 | 2 5161 | 2 4949 | 2 4996 | 0 1 | 2 4997 | -0 1 | 2 5011 | 0 1 | 77 9 |
| Hong Kong | (HK\$) | 11 7778 | +0 0921 | 731 824 | 11 7840 | 11 7160 | 11 6872 | 0 1 | 11 6986 | 0 4 | 11 7718 | 0 7 | |
| India | (Rs) | 67 4681 | +0 5518 | 620 142 | 67 5142 | 67 1390 | 67 2638 | 5 9 | 67 7321 | 4 8 | 89 7707 | 4 2 | |
| Indonesia | (Rupiah) | 13114 62 | +93 20 | 762 182 | 13161 62 | 13013 10 | 13089 68 | 6 3 | 13251 26 | 7 1 | 13958 4 | 7 2 | |
| Israel | (S\$N) | 6 1834 | +0 0643 | 736 930 | 6 1930 | 6 1738 | | | | | | | |
| Japan | (¥) | 159 408 | +1 2050 | 917 496 | 159 498 | 158 470 | 157 374 | 6 3 | 155 844 | 6 0 | 149 084 | 5 8 | 155 4 |
| Malaysia | (M\$) | 5 7414 | +0 0440 | 395 433 | 5 7487 | 5 7122 | | | | | | | |
| New Zealand | (NZ\$) | 3 2458 | +0 0642 | 426 489 | 3 2489 | 3 1906 | 3 1833 | 0 6 | 3 1869 | 0 7 | 3 2079 | 0 8 | 81 1 |
| Philippines | (Peso) | 65 1852 | +0 9592 | 580 623 | 65 2623 | 65 0880 | 64 6474 | 3 3 | 65 0191 | 3 4 | 67 1827 | 4 2 | |
| Saudi Arabia | (SR) | 5 5867 | +0 0435 | 646 696 | 5 6067 | 5 6373 | | | | | | | |
| Singapore | (S\$) | 2 6216 | +0 0235 | 202 235 | 2 6230 | 2 6076 | 2 5906 | 3 5 | 2 5796 | 3 3 | 2 5791 | 3 0 | |
| South Africa | (R) | 10 2923 | +0 0858 | 813 032 | 10 3032 | 10 2067 | 10 2431 | 4 3 | 10 3157 | 4 3 | 10 7053 | 4 9 | |
| South Korea | (Won) | 1686 54 | +10 0260 | 561 748 | 1687 48 | 1677 65 | | | | | | | |
| Taiwan | (T\$) | 46 5508 | +0 3851 | 263 813 | 46 5813 | 46 3104 | 46 15 | 0 4 | 46 0907 | 0 7 | 45 846 | 0 7 | |
| Thailand | (฿) | 59 1291 | +0 4390 | 217 864 | 59 1864 | 58 7220 | 58 6298 | 1 2 | 58 5737 | 0 8 | 58 5292 | 0 3 | |

Bid/offer spreads in the Pound Spot table show only the last five decimal places. Sterling rates calculated by the Bank of England. Base average 1980 100 index released 1/2/95. EMU member. The exchange rates printed in this table are also available on the internet at <http://www.ft.com>.

Пример 161 Валютные курсы различных валют относительно фунта стерлингов с немедленной и будущей поставкой. Источник *Financial Times*

вырасти относительно доллара с \$1,6200 до \$1,6300 (за один фунт вы получаете больше долларов, так что фунт усиливается), но падает со 103,3 до 102,9 при расчетах с использованием взвешенного с учетом торговли индекса. В целом фунт стерлингов был немного слабее по сравнению со всеми остальными валютами, но доллар был еще слабее, поэтому фунт улучшил свое положение относительно доллара.

Об этом обычно плохо сообщается в средствах массовой информации. Вы можете прочитать или услышать, что фунт стерлингов вырос на 1% относительно доллара, в то время как в действительности произошло просто так, что доллар упал относительно большинства валют, и упал на 1% относительно фунта стерлингов. И снова *Financial Times* показывает стоимость стерлинга по взвешенному с учетом торговли индексу (также известному как индекс стерлинга (sterling index) или эффективный индекс валютного курса Банка Англии (Bank of England effective exchange rate index)) и аналогичные индексы для

других ведущих валют, таких как доллар, иена, евро и швейцарский франк.

Фундаментальные факторы

Мы видели, что можно ожидать роста стоимости валюты — при прочих равных условиях, если данная страна получает из-за границы больше средств, чем она расходует за границей. Другие страны должны покупать национальную валюту этой страны, чтобы купить ее товары, и это дает прибавление к ее валютным резервам, которые примерно эквивалентны банковскому балансу страны. Страна может хранить свои валютные резервы в виде других валют, специальных прав заимствования (*special drawing rights*) (см. глоссарий) или золота.

В теории, когда стоимость валюты отдельной страны растет по отношению к другим валютам, ее товары становятся более дорогими при их покупке иностранцами. Поэтому она будет постепенно сокращать продажи за границу, получать меньше иностранной валюты, и — при прочих равных условиях — валюта страны начинает слабеть, пока ее товары снова не станут дешевле, и цикл возобновляется. Страна, получающая избыточные валютные средства, может также предпринимать сознательные шаги, чтобы предотвратить слишком большой рост валюты: снижать процентные ставки, чтобы сделать свою валюту менее привлекательной для иностранных инвесторов и стимулировать внутренний спрос, так, чтобы больше товаров потреблялось внутри страны, больше импортировалось и меньше экспортировалось.

На практике феномен длительного отклонения от паритета (*overshoot*) означает, что самокорректирующийся механизм может становиться неэффективным или работать только со значительной задержкой. Проблема в том, что не существует такой вещи, как «правильная» стоимость валюты относительно какой-то другой валюты. Можно сказать, что если валютный курс составляет \$1,60 за £1, то товар, который стоит в Лондоне £1, должен стоить в Нью-Йорке \$1,60: это утверждение теории паритета покупательной способности (*purchasing power parity*). Но такие предположения оказались явно неприменимы в 1980-х гг., когда стоимость £1 колебалась между \$2,40 и немногим более \$1,00, которые явно не отражали движения относительных цен на товары в Нью-Йорке и Лондоне. Вместо этого, когда доллар стоял на отметке \$2,40 за £1, американские товары были очень дешевыми для англичан, а на отметке \$1,00 за £1 они были чрезмерно дорогими. Изменчивость валютных курсов усиливает дисбалансы в торговле, которые, в свою очередь, увеличивают эту изменчивость.

Трансграничные инвестиционные потоки

До сих пор мы в основном говорили о денежных потоках между странами, которые возникали в результате торговых отношений. Это потоки в рамках текущего платежного баланса (*current account*), которые показывают, сколько страна получает от продажи своих товаров и услуг за рубежом и сколько она тратит на покупку товаров и услуг у других стран.

Но существуют и потоки по счету движения капиталов (*capital account*), которые мы вкратце упоминали в форме спекулятивных средств,двигающихся из страны и в страну, в зависимости от ставки на рост или падение ее национальной валюты. Однако не все капитальные потоки являются чисто спекулятивными. Они также могут представлять собой долгосрочные инвестиции в страну из-за рубежа. И они могут оказывать долгосрочное влияние на стоимость валюты. Рассмотрим пример. В первой половине 1980-х гг. доллар США почти все время рос, несмотря на нарастающий дефицит торгового баланса, который в 1985 г. составил \$100 млрд. Это происходило главным образом из-за крупного притока инвестиций из-за рубежа, особенно из Японии, привлеченных относительно высокими американскими процентными ставками. Но в 1985 г. беспокойство о платежном балансе плюс скоординированные усилия центральных банков в интересах обуздания сильного доллара оказались слишком эффективными, и валюта начала падать даже быстрее, чем она до этого росла.

Почему страны должны беспокоиться, если их валюта становится слишком сильной? Сильная валюта может иметь благоприятные эффекты, такие как снижение стоимости импортных товаров. В частности, в случае такой страны, как Великобритания, которая импортирует большинство сырьевых ресурсов, в которых она нуждается, более низкая стоимость импорта помогает поддерживать внутреннюю инфляцию на низком уровне. Однако у этой медали есть и другая сторона: слабый фунт стерлингов означает более высокие издержки импорта и при прочих равных условиях более быстрый рост цен в Великобритании.

Но если валюта становится слишком сильной, то это может нанести ущерб национальной экономике. Производители обнаружат, что их товары становятся слишком дорогими, чтобы конкурировать с товарами других стран на экспортных рынках или внутри страны, поэтому отечественные производители испытывают серьезные неприятности. Подобное случилось в Великобритании в начале 1980-х гг., и английские производители снова столкнулись с проблемами в результате сильного фунта стерлинга в конце 90-х гг.

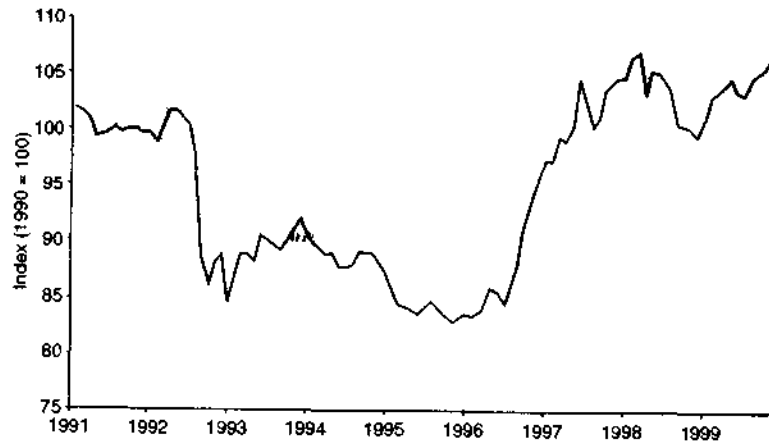


Рис 16.2 Эффективный валютный курс фунта стерлингов. Стоимость фунта стерлингов, измеренная относительно корзины валют по Индексу Банка Англии. Резкое падение в 1992 г показывает, что произошло, когда фунт стерлингов не смог удержаться в европейском механизме валютных курсов. Но в последние годы проблема заключалась скорее в силе фунта, чем в его слабости. Очень высокий уровень фунта стерлингов в конце 1990-х гг создал серьезные проблемы для английских экспортеров и производителей. Источник: *Office for National Statistics, Financial Statistics*.

Когда торговые диспропорции и избытки валюты требуют скоординированных действий, они могут разбираться на встрече министров финансов основных экономических держав. Эти страны — Соединенные Штаты Америки, Япония, Германия, Франция и Великобритания — назывались Группой пяти (*Group of Five, G5*) и превратились в Группу семи (*Group of Seven, G7*) после присоединения к ней Канады и Италии, а позднее — в G8 с вступлением в нее России.

Европейские деньги

Начало 1999 г продемонстрировало решительный шаг, который объединил 11 стран континентальной Европы (но не Великобританию) в рамках единой валюты — евро (*euro*). Но это был не первый и не последний шаг в процессе, известном как создание Европейского экономического и валютного союза (*Economic and Monetary Union, EMU*).

Предшественником полноценного валютного союза была система под названием европейский механизм валютных курсов (*ERM*) Европейской валютной системы (*EMS*). Идея заключалась в том, чтобы стабилизировать валюты между странами Европейского союза за счет ограничения степени, в которой они могли колебаться друг относительно друга.

Центром этой системы была ЭКЮ, воображаемая европейская валюта, сконструированная из смеси валют всех стран — членов Европейского союза. В ЭКЮ была представлена валюта каждой страны, взвешенная примерно так, чтобы отражать размер экономики страны. Так, немецкая марка имела самый большой вес в рамках ЭКЮ, поскольку немецкая экономика была самой крупной и движения стоимости немецкой марки оказывали самое большое единичное влияние на стоимость ЭКЮ.

Каждая валюта определялась валютным курсом относительно ЭКЮ — ее центрального курса. Страны — члены Союза должны были так управлять своими процентными ставками и экономикой, чтобы их валюта лишь незначительно отклонялась вверх или вниз от этого центрального курса или от центральных курсов других валют. Для некоторых наиболее изменчивых валют допускалось несколько большее отклонение (в частности, для английского фунта стерлингов, когда Британия вступила в эту систему в 1990 г — см. ниже).

Таким образом, если в какой-то момент времени самая сильная и самая слабая валюты угрожали разойтись друг с другом больше дозволенного, то от центральных банков этих двух стран требовалось предпринять необходимые действия, чтобы вернуть курсы своих валют к прежнему состоянию.

Если курсы валют сильно расходились, то центральные банки двух стран должны были бы продавать сильную валюту и покупать слабую. На практике страна, чья валюта выбивалась из общего ряда, могла действовать до этого с помощью покупки и продажи своей собственной валюты или повышением или снижением краткосрочных процентных ставок.

Другими словами, если спекулянты предпринимали атаку на конкретную валюту в попытке опустить ее стоимость, могла быть воздвигнута скоординированная оборона. Хотя в краткосрочном плане это могло помочь, однако не спасало от необходимости изменений экономической политики или политики в области процентных ставок, чтобы скорректировать те факторы, которые сделали валюту уязвимой в первый раз.

В крайнем случае, когда все другие доступные средства оказывались не в состоянии удержать валюту внутри установленных границ, члены EMS могли пойти на официальную переоценку (*revaluation*), которая устанавливала новый центральный курс отдельной валюты в рамках ERM.

Приход евро

Существует большая разница между механизмом валютных курсов и движением в направлении полноценного валютного союза.

(monetary union) на большей части Европы, которое произошло в начале 1999 г. При EMU разные участвующие валюты связаны вместе фиксированным валютным курсом на все времена (по крайней мере, таким было намерение). Воображаемая ЭКЮ заменялась реальной валютой — евро. После переходного периода всего в три года евро заменил все существующие валюты во всех отношениях, и традиционные валюты соответственно исчезли.

Одна валюта взамен всех остальных принесла с собой единую краткосрочную процентную ставку для всех. Вновь образованный и независимый Европейский центральный банк (ЕЦБ) взял на себя обязанности отдельных центральных банков и устанавливает единую краткосрочную процентную ставку для всех участников Европейского валютного союза (EMU).

Мы разберемся с сильными и слабыми сторонами этой системы чуть позднее. Сначала несколько практических деталей.

Чтобы подходить для присоединения к евро, отдельные страны Европейского союза должны продемонстрировать, что они шагают примерно в ногу с остальными. Это влечет за собой соответствие определенным критериям **конвергенции (сближения) (convergence)** по таким вопросам, как инфляция, процентные ставки, валютные курсы и государственные заимствования. Весной 1998 г. была проведена оценка, и только Греция не удовлетворяла установленным требованиям.

Однако в тот момент не все страны захотели присоединиться к евро. Первоначально 11 стран удовлетворяли всем условиям и решили присоединиться к тому, что стало известно как **еврозона (eurozone)** или (более разговорный вариант) **евролэнд (euroland)**. Это были:

- Австрия
- Бельгия
- Финляндия
- Франция
- Германия
- Ирландия
- Италия
- Люксембург
- Нидерланды
- Португалия
- Испания

Оставшиеся страны — Дания, Швеция и Великобритания решили не вступать в союз на этой первой волне и поэтому отложили свои решения, в то время как Греция не считалась приемлемой для вхождения в еврозону по условиям конвергенции.

Следующий важный шаг был сделан в конце 1998 г., когда валютный курс каждой из 11 валют постоянно фиксировался

в единицах евро и в единицах каждой участвующей валюты. Например, евро стоил 1,95583 немецкой марки и 6,55957 французского франка. Когда 4 января 1999 г. после рождественских и новогодних праздников открылись финансовые рынки, новая валюта стала фактом жизни и могла начинаться торговля евро на валютных рынках.

Она могла стать фактом жизни, однако **монет и банкнот евро** все еще не было. Они не должны были выпускаться до начала 2002 г. Затем в первые 6 месяцев 2002 г. старые банкноты и монеты выводились из обращения и заменялись банкнотами и монетами в евро (на протяжении этих 6 месяцев могли равноправно использоваться старые и новая валюты). Банкноты выпускались с номиналами 5, 10, 20, 50, 100, 200 и 500 евро. Монеты выпускались с номиналами 1 и 2 евро плюс к этому 1, 2, 5, 10, 20 и 50 евроцентов (здесь надо отметить, что 1 евро равен 100 евроцентам).

Что можно сказать о трехгодичном промежуточном периоде между созданием евро в начале 1999 г. и запуском в обращение банкнот и монет в 2002 г.? На протяжении этих трех лет сделки могли проводиться в одной из старых валют или в евро. Многие правительственные действия переключились на евро (новые выпуски государственных облигаций должны были номинироваться в евро), и другие инвестиции могли заменить свои номинальные стоимости в старых валютах на номинал в евро. Компании еврозоны могли выбирать, выписывать ли счета в евро или в старых национальных валютах. Что касается частных лиц, то, если они имели счета в евро, они могли свободно совершать платежи по карточкам или выписывать чеки в евро, хотя отсутствие монет и банкнот евро откладывало использование сделок с наличными евро до начала 2002 г. Магазины в странах еврозоны обязывали выставлять цены одновременно и в старых валютах, и в евро, чтобы приучить покупателей к евро к тому времени, когда в обращении появятся соответствующие монеты и банкноты. На протяжении этих трех лет владельцы банковских счетов могли выбирать, конвертировать ли существующие счета в евро или оставить их в старых валютах. Но с начала 2002 г. все счета, которые не были конвертированы, автоматически пересчитывались в евро. Аналогичным образом многие другие формы контрактов (страховые и сберегательные договоры, например) автоматически переводятся в эквивалентные им стоимости в евро.

Для стран за пределами еврозоны, были ли они или нет членами Европейского союза, евро является еще одной иностранной валютой. Английские резиденты могут открыть банковский счет в евро, если хотят, точно так же как они имеют счета

в долларах. Но для англичанина евросчет будет счетом в иностранной валюте, пока Британия не присоединится к механизму евро. Сколько стоят деньги на таком счете в фунтах стерлингов, будет зависеть от того, какие изменения происходят в обменном курсе стерлинг/евро.

EURO SPOT FORWARD AGAINST THE EURO

| Jan 28 | | Closing mid-point | Change on day | Bid/offer spread | Day's mid high | Day's mid low | One month Rate | One month %PA | Three months Rate | Three months %PA | One year Rate | One year %PA |
|-----------------------------------|------------|----------------------|------------------|---------------------|-------------------|------------------|-------------------|------------------|----------------------|---------------------|------------------|-----------------|
| Europe | | | | | | | | | | | | |
| Czech Rep | (Koruna) | 35 7663 | +0 0266 | 503 - 662 | 35 8410 | 35 6610 | 35 7674 | -1 0 | 35 8396 | -0 6 | 36 0321 | -0 7 |
| Danmark | (DKK) | 7 4606 | +0 0047 | 588 - 623 | 7 5033 | 7 4489 | 7 4629 | -0 4 | 7 4724 | -0 6 | 7 5247 | -0 6 |
| Greece | (Dr) | 336 580 | -0 0130 | 402 - 757 | 336 561 | 336 309 | 337 6398 | -3 8 | 339 4042 | -3 4 | 341 2833 | -1 4 |
| Hungary | (Forint) | 260 075 | +0 3470 | 953 - 197 | 260 320 | 259 650 | 261 4436 | -6 3 | 264 0989 | -6 2 | 273 7714 | -5 3 |
| Norway | (NOK) | 8 1740 | -0 0414 | 717 - 783 | 8 2201 | 8 1573 | 8 1882 | -2 1 | 8 2212 | 2 3 | 8 3599 | -2 3 |
| Poland | (Zloty) | 4 1584 | +0 0029 | 544 - 624 | 4 1635 | 4 1378 | - | - | - | - | - | - |
| Romania | (Leu) | 20121 66 | +75 6300 | 717 - 615 | 20126 15 | 20117 17 | - | - | - | - | - | - |
| Russia | (Rouble) | 26 5373 | +0 0164 | 297 - 448 | 26 6023 | 26 3830 | - | - | - | - | - | - |
| Slovakia | (Koruna) | 43 0465 | +0 1055 | 866 - 064 | 43 2933 | 41 4487 | - | - | - | - | - | - |
| Sweden | (SKR) | 8 3734 | +0 0021 | 684 - 784 | 8 4025 | 8 3520 | 8 3694 | 0 6 | 8 3630 | 0 5 | 8 3605 | 0 2 |
| Switzerland | (SF) | 1 5506 | +0 0046 | 502 - 610 | 1 5516 | 1 5435 | 1 5490 | 1 2 | 1 5460 | 1 2 | 1 5327 | 1 2 |
| UK | (£) | 0 6251 | -0 0031 | 258 - 263 | 0 6291 | 0 6247 | 0 6269 | -1 5 | 0 6285 | -1 5 | 0 6343 | -1 3 |
| Americas | | | | | | | | | | | | |
| Argentina | (Peso) | 0 9457 | +0 0026 | 456 - 458 | 0 9465 | 0 9387 | - | - | - | - | - | - |
| Brazil | (R\$) | 1 7206 | - | 195 - 217 | 1 7249 | 1 7097 | - | - | - | - | - | - |
| Canada | (C\$) | 1 4040 | +0 0070 | 034 - 046 | 1 4046 | 1 3932 | 1 4056 | -1 4 | 1 4087 | -1 3 | 1 4203 | -1 2 |
| Mexico | (New Peso) | 9 4193 | 0 0820 | 145 - 241 | 9 4329 | 9 3555 | 9 5396 | -15 3 | 9 7674 | -14 8 | 10 7003 | -13 6 |
| USA | (\$) | 0 9459 | +0 0026 | 458 - 460 | 0 9467 | 0 9399 | 0 9477 | -2 3 | 0 9512 | -2 2 | 0 9659 | -2 1 |
| Pacific/Middle East/Africa | | | | | | | | | | | | |
| Australia | (A\$) | 1 5734 | +0 0009 | 719 - 748 | 1 5758 | 1 5766 | 1 5797 | -1 6 | 1 5797 | -1 6 | 1 5892 | -1 4 |
| Hong Kong | (HK\$) | 2 3726 | +0 0213 | 722 - 747 | 2 3796 | 2 3286 | 2 3836 | -1 6 | 2 4095 | 2 0 | 2 5261 | -2 1 |
| India | (Rs) | 42 2510 | +0 1374 | 442 - 578 | 42 2991 | 41 9259 | 42 4790 | -6 4 | 42 8665 | -5 8 | 44 5680 | -5 6 |
| Indonesia | (Rupiah) | 8210 41 | +17 4560 | 536 - 547 | 8225 47 | 8162 10 | 8264 83 | -6 0 | 8385 23 | 6 5 | 8617 73 | -6 6 |
| Israel | (S\$H) | 3 6711 | +0 0212 | 660 - 762 | 3 6752 | 3 6423 | - | - | - | - | - | - |
| Japan | (¥) | 99 7972 | +0 0269 | 630 - 314 | 99 9000 | 99 2000 | 99 4239 | -4 5 | 98 7064 | 4 4 | 95 2817 | 4 5 |
| Malaysia | (M\$) | 3 5944 | +0 0098 | 940 - 948 | 3 5970 | 3 5717 | - | - | - | - | - | - |
| New Zealand | (NZ\$) | 2 0320 | +0 0303 | 305 - 335 | 2 0335 | 2 0038 | 2 0357 | -2 2 | 2 0432 | 2 2 | 2 0752 | -2 1 |
| Philippines | (Peso) | 40 7967 | +0 2348 | 451 - 483 | 40 8785 | 40 4909 | 40 9607 | -4 8 | 41 2565 | -4 5 | 42 8756 | -5 3 |
| South Arabia | (SR) | 3 5477 | +0 0098 | 471 - 482 | 3 5507 | 3 5252 | 3 5588 | -2 7 | 3 5705 | 2 6 | 3 6254 | -2 2 |
| Singapore | (S\$) | 1 6413 | +0 0067 | 408 - 418 | 1 6418 | 1 6304 | 1 6389 | 1 8 | 1 6341 | 1 8 | 1 6125 | 1 8 |
| South Africa | (R) | 6 4436 | +0 0220 | 381 - 489 | 6 4489 | 6 3881 | 6 4754 | -5 9 | 6 5380 | -5 9 | 6 8434 | -6 2 |
| South Korea | (Won) | 1055 96 | +1 0600 | 551 - 821 | 1058 41 | 1055 51 | - | - | - | - | - | - |
| Taiwan | (T\$) | 29 1432 | +0 0675 | 306 - 557 | 29 1620 | 28 9600 | 29 1622 | -0 8 | 29 1666 | -0 6 | 29 3297 | -0 6 |
| Thailand | (B\$) | 37 0178 | +0 0823 | 902 - 454 | 37 0454 | 36 7971 | 37 0474 | -1 0 | 37 1128 | 1 0 | 37 4626 | -1 2 |
| UAE | (Dirham) | 3 4742 | +0 0096 | 736 - 748 | 3 4985 | 3 4713 | 3 4814 | -2 5 | 3 4947 | -2 4 | 3 5495 | -2 2 |

EURO Locking Point, Austrian Schilling 13 7603, Belgium/Luxembourg Franc 40 3399, Finnish Markka 5 94573, French Franc 6 55997, German Mark 1 95583, Irish Punt 0 787584, Irish Lira 1336 27, Netherlands Guilder 2 20371, Portuguese Escudo 200 482, Spanish Peseta 166 386. Bid/offer spreads in the Euro Spot table show only the bid three decimal places offer, and rest rates and forward rates are derived from THE WIREUTERS 0,00000 SPOT and FORWARD RATE services. Some values are rounded by the 1.

Пример 16.2. Валютные курсы в евро, наличные и форвардные. Источник: Financial Times

Приход евро имеет последствия для тех стран, которые находятся за пределами еврозоны, и особенно для бизнеса. Любая компания, которая торгует со страной — членом зоны евро, должна осуществлять и быть готовой получать платежи в евро. К новой валюте также должен приспособиться и инвестиционный мир. Например, группа Reuters (Рейтер), которая специализируется на финансовой информации и новостях, должна была перевести все свои исторические данные по 11 странам еврозоны (и информацию по ценам инвестиций, номинированных в этих валютах) на евро, для того чтобы предложить значимую информацию о ценах и валютных курсах.

Заработает ли евро?

В Британии общественные дебаты по вопросу о присоединении или неприсоединении к евро проходили на нескольких уровнях, и не все из них оказались полезными. Основные положения, включая наиболее бесполезные, часто обыгрываемые в популярных средствах массовой информации, могут быть суммированы следующим образом.

- Готовы ли мы помахать ручкой нашему старому доброму фунту?
- Позволим ли мы убрать голову королевы с наших банкнот?
- Хотим ли мы, чтобы наши процентные ставки устанавливались безликими европейскими банкирами?
- Сможем ли мы сохранить контроль над состоянием нашей экономики, если краткосрочные процентные ставки устанавливаются где-нибудь еще?
- Является ли евро только первым шагом к полной экономической и политической интеграции в Европе, отбирающей у отдельных стран право устанавливать свои собственные налоги и управлять многими другими аспектами национальной жизни?
- Не потеряет ли Британия свою конкурентоспособность (и в частности, не потеряет ли лондонское Сити свое финансовое превосходство), если Британия останется за пределами зоны евро?
- Будет ли работать система, основанная на евро?

Несомненно, последний из этих вопросов является наиболее важным — нет смысла обсуждать все остальное, пока вы не сформулируете свой взгляд на успешность эксперимента с евро. И все же это был последний из обсуждавшихся аспектов всей проблемы в целом, особенно в популярных средствах информации.

Связывая свои валюты, участники еврозоны получали ряд преимуществ. Издержки финансовых транзакций между странами-участницами будет снижаться. Хотя евро будет продолжать колебаться относительно всех валют за пределами еврозоны, сами страны-участницы избавляются от разрушительных колебаний между валютами друг друга. Создается новый финансовый и инвестиционный рынок размером почти во всю Европу, что должно помочь в деле привлечения ресурсов. Европа и ее отрасли промышленности сформируют могущественный экономический блок на равных, скажем, с США. А валютная интеграция является необходимым шагом на пути к полной экономической и политической интеграции, которой, вне всякого сомнения, хотят европейские страны.

Сопутствующие опасности получали меньшее освещение. Стратегия «одна процентная ставка для всех» создает свои проблемы.

Что произойдет, если одна из стран еврозоны — скажем, Италия — самостоятельно вступит в период рецессии в тот момент, когда большинство стран испытывает период подъема? Европейский центральный банк может счесть нужным поднять процентные ставки, чтобы ограничить экономическую активность и предотвратить перегрев экономики и возможную инфляцию в европейской экономике в целом. Но Италия обращается с просьбой о снижении процентных ставок, чтобы дать импульс своей собственной экономике, а рост ставок мог бы еще глубже загнать ее в рецессию. Может ли итальянское правительство выжить в результате возникающего роста безработицы и возможных народных беспорядков?

Теоретическое предположение заключается в том, что безработные итальянцы могли бы искать работу в странах еврозоны, переживающих экономический бум. Но пока мобильность труда в Европе серьезно не вырастет, это может остаться журавлем в небе. Такая ситуация, возможно, заставит страны — участницы еврозоны встать перед лицом вопроса о выходе из системы евро, если у себя дома они столкнутся лицом к лицу с непреодолимым экономическим и политическим давлением.

Риски существуют и в другом направлении. Ирландия, которая наслаждалась опьяняющим бумом в конце 1998 г., должна была снизить свои краткосрочные ставки за короткий срок с 6 до 3% — начальная ставка для стран еврозоны — к тому времени, когда была запущена новая валюта. Таким образом, она была обязана снизить процентные ставки в то время, когда внутренние экономические условия требовали их повышения, чтобы предотвратить перегрев экономики. Первые доказательства показывали, что снижение процентных ставок на самом деле разогрело бум — особенно на рынке недвижимости — в 1999 г., и что за этим могли бы последовать неприятности.

Итак, не существует абсолютных гарантий успешности эксперимента с евро. Однако не надо уделять слишком много внимания сравнительной слабости евро по отношению к доллару или фунту стерлингов в первый год его существования. При своем запуске 1 евро стоил 71 пенс и упал до 62 пенсов к концу 1999 г. Хотя значительную часть этого падения объясняет противодействие евро со стороны Великобритании, возможно, это было именно то, в чем нуждались европейские страны. Относительно слабая валюта повысила их конкурентоспособность и помогла выбраться из рецессии. Настоящие проверки для евро еще впереди.

Неурядицы с английской валютой

После Второй мировой войны Британия переживала серьезные проблемы с инфляцией и валютой. Обычным делом были про-

блемы, вызванные слабостью фунта стерлингов и темпом инфляции, который был выше, чем у стран-конкурентов. Но, как мы видели, также были периоды в начале 1980-х и конце 1990-х гг., когда проблемой была избыточная сила фунта стерлингов.

В начале 80-х гг. комбинация из доходов от североморской нефти, высоких нефтяных цен и высоких внутренних процентных ставок в Великобритании привела к сильному росту фунта стерлингов, причем не только относительно ослабевшего доллара. В один момент валютный курс доллара поднялся выше отметки \$2,40 за £1. Сильная валюта помогла удержать внутреннюю английскую инфляцию. Но это нанесло серьезный удар по производителям страны, которые увидели, что они не в состоянии конкурировать по ценам на внутреннем или экспортных рынках. Многие производственные мощности впоследствии были разрушены: некоторые из них были неэффективными и должны были уйти, а другие, возможно, и нет.

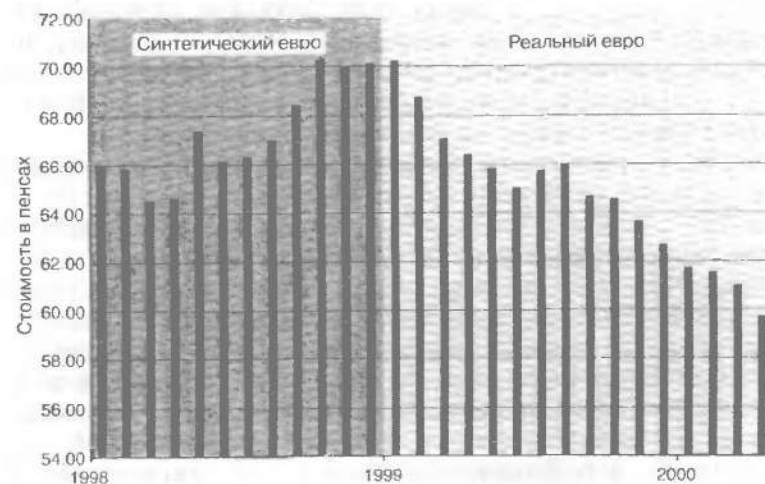


Рис. 16.3. Стоимость одного евро в английских пенсах. Этот график отслеживает постепенное снижение евро со времени его запуска в начале 1999 г. (оценки 1998 г. даны для синтетического евро — сколько бы он стоил, если бы уже существовал). Евро выражается в фунтах стерлингов, но его падение относительно доллара было тоже вполне драматичным. Другими словами, проблема была скорее в слабости евро, чем в силе других валют. Но слабость евро могла помочь основным странам еврозоны в их выходе из рецессии. Источник: *Office for National Statistics: Financial Statistics*

Такое положение продлилось недолго, и к середине десятилетия сильный доллар и слабый фунт стерлингов привели к тому, что на фунт можно было купить лишь немного больше, чем на доллар. Улучшение состояния государственных финансов

снова привело к усилению фунта в 1987 и 1988 гг., но затем вмешались растущая инфляция и навалившиеся проблемы с платежным балансом.

Поскольку Британия испытывала проблемы с контролем над инфляцией и с поддержанием своей валюты на разумном уровне, возникало желание попросить помощь со стороны. Если стоимость фунта стерлингов могла бы быть привязана к сильной валютной системе, то это привело бы к дисциплине во внутренней экономической политике и обеспечило бы некоторую согласованную поддержку, когда фунт оказался бы под ударом. Принятие такого решения означало бы определенный отказ от автономии. Но это было бы признанием реалий экономической жизни. В условиях все более глобального характера экономики процентные ставки и стоимость валюты каждой страны подвергается влиянию действий со стороны других стран и пространство для полностью независимых действий все больше ограничивается. К сожалению, когда Британия 8 октября 1990 г. вступила в европейский механизм валютных курсов (**European Exchange Rate Mechanism, ERM**) с установленным пределом валютных колебаний в 6%, то она, вероятно, вступила туда с неверным валютным курсом и в неправильный момент с точки зрения своего экономического цикла.

Чтобы удержать свои позиции в ERM, Британии потребовалось поставить свой темп инфляции в один ряд с другими членами ЕС, поскольку высокая инфляция обычно ведет к обесценению валюты. Британия надеялась, что членство в системе, где доминировала немецкая марка, в конечном итоге принесло бы выгоды от низкой инфляции, которыми наслаждалась Германия. Она также надеялась, что защита, предоставляемая механизмом ERM, позволила бы Британии постепенно снизить свои внутренние процентные ставки и выйти из рецессии без ущерба для фунта стерлинга. В этом случае Великобритания преуспела бы в сокращении и темпа инфляции, и процентных ставок до уровня, соответствующего другим членам ERM.

К сожалению, было недостаточно просто разрешить фунту стерлингов стать участником системы. Собственная позиция Германии определялась тем, что она решила присоединить к себе Восточную Германию. Одним из последствий было то, что Германия чувствовала себя обязанной ввести значительно более высокие ставки процента, чем обычно, для контроля над уровнем инфляции. Из-за доминирующего влияния Германии это, в свою очередь, привело к введению высоких процентных ставок по всей структуре ERM. Последствия оказались серьезными для Великобритании, чей уровень инфляции был поставлен под контроль, но которая после этого с трудом выходила из серьез-

ной рецессии, куда ее загнала политика высоких процентных ставок предыдущего правительства. Следовательно, внутренняя ситуация в Великобритании, казалось, требовала дальнейшего снижения процентных ставок в интересах стимулирования экономической активности, но сокращение ставок относительно других европейских стран вызвало бы ослабление фунта и могло бы сделать невозможным для фунта сохранить свои позиции в рамках ERM.

События сентября 1992 г., когда фунт стерлингов был вынужден выйти из ERM, перешли в разряд финансового фольклора. Что бы ни утверждало английское правительство, спекулянты считали, что фунт стерлингов должен упасть: или через официальную девальвацию в рамках ERM, или в результате выхода из механизма валютных курсов и нахождение своего собственного уровня. И, как это часто случается, государственное вмешательство для поддержки фунта стерлингов выразилось в предложении им единственной ставки. Власти выступали в качестве покупателя, когда спекулянты хотели продать. 16 сентября фунт был на своем самом низком уровне в рамках ERM. На утреннем заседании правительство объявило, что **минимальная кредитная ставка (Minimum Lending Rate)** поднимается с 10 до 12%. Но поскольку все, кроме правительства, ставили на падение фунта стерлингов, это действие оказалось не в состоянии поднять его с пола. В качестве финального паса днем было объявлено, что **MLR** будет снова повышена до 15% на следующий день. И снова это не сработало. Этим же вечером было объявлено о временном приостановлении членства Британии в ERM, и **MLR** в размере 15% никогда не вводилась.

Более не поддерживаемый правительством, фунт упал относительно немецкой марки еще на 10% больше того уровня, на котором он вышел из ERM. Спекулянты сняли свои выигрыши — способность дешевле купить те фунты стерлингов, которые они раньше продали по более высокой цене. Один так называемый **хедж-фонд (hedge fund)** (см. Глоссарий) предположительно получил от подобной операции \$1 млрд. Банк Англии согласно газетным спекуляциям того периода потратил более £15 млрд на свою (в конечном итоге безуспешную) поддержку национальной валюты, хотя в действительности была потеряна только часть из этих денег. Когда попытки сохранить паритет фунта в рамках ERM прекратились, процентные ставки в Британии быстро снизились.

Стерлинг не был единственной валютой, пострадавшей от суматохи в ERM в тот период, хотя в конце концов этот механизм выжил, чтобы быть замененным полноценным валютным союзом в начале 1999 г.

По иронии судьбы Великобритания испытала значительно больший успех в деле контроля над инфляцией в 1990-х гг., чем это было раньше. После выхода стерлинга из ERM и снижения краткосрочных процентных ставок Англия фактически начала выходить из спада. Когда на выборах 1997 г. победило новое лейбористское правительство, оно унаследовало здоровую экономику и относительно низкие процентные ставки. Как мы видели, одним из его первых действий было перекладывание ответственности за установление краткосрочных процентных ставок с правительства на Банк Англии.

В конце 1999 г. английская ставка репо в 5,5% была все еще выше 3%, которые Европейский центральный банк ввел для всех стран еврозоны. Этот диспаритет иллюстрирует одну из проблем, с которыми столкнется Великобритания, если присоединится к евро. Ее экономический цикл не совпадает с экономическими циклами главных участников еврозоны. Она вышла из спада и перешла к умеренному буму в 1990-х гг., когда страны континентальной Европы, которые позднее вступили в полосу рецессии, все еще пытались выбраться из нее. Политики как обычно не замедлили интерпретировать этот факт в своих собственных интересах. Сила британской экономики доказывалась тем фактом, что в ней был самый низкий в Европе уровень безработицы и т. д. Реальность была намного сложнее. Было бы удивительно, если бы ситуация с занятостью в Великобритании не выглядела относительно благополучно, когда она находилась вблизи пика своего собственного экономического цикла, а ее европейские конкуренты были близки к нижней точке своих собственных циклов.

Британия явно столкнулась бы с проблемами, если бы постаралась присоединиться к евро в тот момент, когда она считала, что ей нужны краткосрочные процентные ставки на уровне 5,5% и выше, чтобы сохранить равновесие в своей экономике, а членство в зоне евро подразумевало бы ставки только в 3%. Но кроме проблемы выбора времени имеются и структурные проблемы. Например, в Британии существует необычно высокий уровень домовладения. Большинство собственников домов покупают свои дома с помощью ипотечного кредита, чья стоимость привязана к процентным ставкам. Изменения краткосрочных процентных ставок может, таким образом, иметь прямые последствия для более значительной части населения, чем во многих странах континентальной Европы.

Форвардные рынки и хеджирование

Сегодня правительства имеют только ограниченный контроль над стоимостью своих валют, бизнес сам должен как можно

лучше защитить себя от последствий резких изменений. Есть разные способы, посредством которых предприятия могут хеджировать валютный риск (*currency risk*).

Наравне с наличным рынком (*spot market*) иностранных валют существует и форвардный рынок (*forward market*). На наличном, или спотовом, рынке валюты покупаются и продаются на условиях немедленной поставки — на практике поставка осуществляется за два дня — в то время как на форвардном рынке они могут продаваться и покупаться с поставкой в будущем. Вы можете видеть, что таблицы *Financial Times* со стоимостью фунта относительно ведущих валют содержат цену спот и цены с поставкой через месяц, три месяца и один год.

Форвардная цена по отношению к спотовой цене отражает разницу в процентных ставках (*interest rate differential*) между соответствующими странами. Предположим, вы владеете стерлингами и должны заплатить за товары в швейцарских франках через три месяца. Вы беспокоитесь, что стоимость швейцарского франка будет расти, в результате чего вам придется дороже платить за товар в стерлингах. Поэтому вы могли бы приобрести сегодня швейцарские франки с поставкой их через три месяца. Тем самым вы привязываетесь (*locking up*) к известному валютному курсу.

Предположим также, что вы можете поместить деньги на депозит в Британии, чтобы получить 6% и в Швейцарии всего под 2%. За три месяца вы бы получили прибыль от более высоких английских процентных ставок в случае, если бы вы купили швейцарские франки немедленно и положили бы деньги под более низкую ставку в Швейцарии, пока они вам не потребуются. Поэтому цена, которую вы платите за франки с доставкой через три месяца, будет выше, чем цена спот, на ту величину, которая отражает это преимущество в процентных ставках. Другими словами, за трехмесячную цену вы получите меньше швейцарских франков в обмен на ваши фунты, чем по спотовой цене. Но если валюта, которую вы хотите купить на форвардном рынке, предлагает более высокие процентные ставки, чем Британия, форвардная цена будет ниже спотовой цены (с дисконтом вместо премии). Форвардные валютные курсы публикуются в *Financial Times* вместе с разницей в годовых процентных ставках, которую они отражают.

На практике стратегии хеджирования на валютных рынках могут быть гораздо более сложными, чем простая покупка или продажа валюты на срок, хотя это и иллюстрирует основной принцип. По валютам могут заключаться сделки своп (*swapped*) (см. главу 17). Банки предлагают на OTC ряд продуктов, предназначенных для валютного хеджирования. Можно приобрести

валютные фьючерсы (*currency futures*) на специальных биржах финансовых фьючерсов, а в Лондоне на ОТС обращаются валютные опционы (см. далее).

Кто заключает сделки на валютных рынках?

Торговлей валютой занимаются многие ведущие банки и специальные валютные брокеры (*foreign exchange brokers*), чьи дилеры работают в шумных компьютеризированных торговых залах, знакомых по множеству кинофильмов и телевизионных репортажей. Сделки заключаются по компьютеру или по телефону: нет единой централизованной рыночной площадки.

Лондон, удобно расположенный для того, чтобы обеспечить непрерывность торговли между временными зонами Токио и Нью-Йорка, является крупнейшим валютным рынком. Обзор Банка Англии 253 банков и фирм, занятых инвестициями, а также 10 брокеров в 1998 г. оценивал средний объем лондонского рынка в \$637 млрд в день, из которых 49% общей суммы составляли сделки доллар/фунт стерлингов и доллар/немецкая марка. До 65% этих \$637 млрд представляли собой форвардные сделки, преимущественно свопы, остаток приходился на спотовые сделки (немедленная поставка).

Требовался ли для валютных сделок в Лондоне реальный объем международной торговли в размере \$637 млрд в день? Разумеется, нет. Более четырех пятых сделок заключались между банками. Сделки с небанковскими финансовыми институтами составляли только 7% от общей суммы. Сделки с другими финансовыми институтами составляли 9%. Прямые сделки с клиентами составляют относительно небольшую часть общего числа сделок, и очень высок объем спекулятивной торговли. Однако каждая сделка, служащая обеспечением настоящей торговой сделки, на практике может потребовать ряда отдельных сделок на валютных биржах, так как банки стараются «снять» с себя риск, который они принимают у своего клиента. Арбитраж (*arbitrage*) (см. Глоссарий) выравнивает временные дисбалансы между курсами различных валют и гарантирует, что разницы в процентных ставках отражаются в форвардных курсах. Валютные дилеры оправдывают широкую спекулятивную активность тем аргументом, что это создает высокую ликвидность на рынке, которая способствует легкому заключению сделок, связанных с реальными торговыми операциями. Вдобавок к собственно валютному рынку существует огромная торговля производными продуктами на внебиржевом рынке (ОТС), оцениваемая \$171 млрд ежедневно. Рынок для деривативов, связанных с процентными ставками, в 2,5 раза больше рынка

производных валютных продуктов, хотя последний рос более быстрыми темпами.

Хотя экономисты в банках могут стараться делать рациональные прогнозы вероятных тенденций для отдельно взятой валюты, дилеры имеют гораздо более краткосрочный взгляд, пользуясь преимуществами временных резких колебаний и аномалий. Из-за отсутствия рациональных причин для изменений курсов валют они могут привлечь на помощь чартистские техники (см. главу 7), которые показывают вероятные тенденции или поворотные точки исключительно на основе графических схем и профилей. Если большое количество участников одновременно реагирует на одинаковые графические сигналы, это может добавить рынку изменчивости.

Интернет-ссылки

Валютные курсы доступны на большинстве инвестиционных или частных финансовых сайтов. Основным источником для более общей информации по валютному рынку является сайт Банка Англии www.bankofengland.co.uk/, который также имеет специальный раздел, посвященный евро, и существует сайт английского правительства о подготовке к присоединению к евро www.euro.gov.uk/. Большинство стран в еврозоне имеют свои собственные сайты, связанные с евро, но официальный сайт Европейской комиссии находится по адресу www.eu.int/euro/. Стоимость евро относительно других валют, разумеется, является предметом интересов Европейского центрального банка, адрес которого www.ecb.int/. Иногда Интернет выводит на различные организации, пытающиеся убедить вас попробовать поиграть на валютах или производных инструментах. Будьте внимательны.

Глава 17. Международные деньги: евторынки

Самым крупным рынком капиталов, расположенным в Лондоне, является **евторынок (euromarket)**, или **международный рынок (international market)**. Эти два термина не означают в точности одно и то же, но к различиям мы обратимся позднее. Вы не прочтете многого об этих рынках каждый день — за исключением *Financial Times* и некоторых других специальных изданий, потому что это рынки для профессионалов, они не имеют какой-то централизованной площадки, и в прошлом в Великобритании они напрямую не затрагивали большого количества частных инвесторов. Но с точки зрения привлекаемых на них денег они полностью затмевают английские внутренние рынки.

Более того, сегодня, когда инфляция находится под более надежным контролем, чем в прошлые десятилетия, компании и инвесторы гораздо больше интересуются привлекательностью облигаций, которые составляют опору международного рынка. Добавьте к этому взрыв активности в сфере поглощений и слияний среди крупных компаний, большая часть которых финансировалась выпуском долговых бумаг, и вы не удивитесь, что активность на евторынке в последние годы росла как на дрожжах. Единственной ложкой дегтя, которая затрагивает Британию, является попытка Европейского союза ввести налог на проценты со сбережений, который мог бы серьезно угрожать положению страны как основного центра активности евторынка. Подобная шумиха часто возникает в прессе, но об этом позднее.

Чтобы понять евторынок, начните с того, что вспомните, как развивались рынки. Группа людей испытывала потребность собраться вместе, чтобы обменять или продать свои товары. Первоначально рынок вырос только из этой потребности. Возможно, он носит неформальный характер, и некоторые рынки продолжают действовать подобным образом и сейчас. Но со временем — и особенно на финансовых рынках — участники могли прийти к выводу, что необходимо введение более формальной структуры и набора правил. Это помогло бы более эффективно функционированию рынка, могло бы снизить об-

манную деятельность и увеличить общественное доверие к рынку. Конечно, это также могло бы позволить первоначальным участникам сформулировать такие правила, которые дали бы возможность держать других в стороне и гарантировать, что рынок обеспечит им хорошую жизнь.

На последнем этапе может приложить свою руку государство. Деятельность на финансовых рынках может иметь далеко идущие экономические последствия. Правительство может почувствовать необходимость в том, чтобы принять меры контроля со своей стороны. Оно может решить, что рынок нуждается в надзоре государственного органа. И так далее.

Таким образом, большинство стран обладают внутренними финансовыми рынками, которые более-менее плотно регулируются — прямо или косвенно — соответствующими правительствами. Как мы отмечали, в последние годы существовала тенденция к сокращению значительной части этого регулирования — процессу **дерегулирования**, направленному на то, чтобы сделать внутренние рынки более открытыми для конкуренции. Но это происходит не всегда. И когда финансисты осознавали невозможность осуществления дерегулирования на существующих регулируемых рынках, они часто пытались обойти эти проблемы, возможно, за счет работы на новом собственном «черном рынке». Евторынки ведут свое происхождение из такого рода процессов.

Традиционное объяснение евторынков обычно заключалось в том, что они были неформальным рынком для денег, которые хранились вне страны своего происхождения. Так, депозиты в долларах в европейском банке были **евродолларами**, депозиты в немецких марках в английском банке были бы **евромарками** и т. д. Эти деньги можно было занимать и предоставлять в кредит так, что они при этом не проходили через внутренние финансовые рынки соответствующей страны. Так фактически и происходило. Первоначально большая часть сделок заключалась с долларами, отсюда и термин **евродолларовый рынок (Eurodollar market)**.

Сегодня, когда люди говорят о евторынке, они ссылаются не столько на происхождение денег, которые занимают и отдаются в кредит, а в большей степени имеют в виду структуру и методы рынка, на котором обращаются деньги. И часть «евро» в этом названии может вводить в заблуждение. Данный рынок — это рынок между банками всего мира. Он никак не ограничивается валютами, лежащими в европейских банках, или европейскими валютами. Его происхождение не имеет ничего общего с новой европейской валютой евро. Существует **евроена (euroyen)** и «евро»-версия канадского доллара. Они существо-

вали задолго до того, как возникла валюта евро. Однако рынок действительно имеет местом своего рождения Европу, а более конкретно — Лондон, который остается его главным центром, — фактор, который объясняет присутствие такого большого количества иностранных банков. Если проводить различие между евrorынком и международным рынком, то возможно, что первый охватывает сделки в валютах, у которых существует признанная «евро»-версия, а второй термин также включает в себя сделки за пределами внутренних рынков с деньгами или с ценными бумагами, номинированными в любой валюте. На практике эти два термина часто используются фактически как взаимозаменяемые.

INTERNATIONAL MONEY RATES

| Jun 28 | Short term | 7 days notice | One month | Three months | Six months | One year |
|-----------------|------------|---------------|-----------|--------------|------------|----------|
| Euro | 4½ - 4¾ | 4½ - 4¾ | 4½ - 4¾ | 4½ - 4¾ | 4½ - 4¾ | 5¼ - 4½ |
| Danish Krone | 4½ - 4¾ | 4½ - 4¾ | 4½ - 4¾ | 5¼ - 5½ | 5½ - 5¾ | 5¾ - 5¾ |
| Sterling | 6½ - 6¾ | 6½ - 6 | 6½ - 5½ | 6½ - 6¾ | 6½ - 6½ | 6½ - 6½ |
| Swiss Franc | 3½ - 2½ | 3½ - 3½ | 3½ - 3½ | 3½ - 3½ | 3½ - 3½ | 3½ - 3½ |
| Canadian Dollar | 5½ - 5½ | 5½ - 5½ | 5½ - 5½ | 5½ - 5½ | 6½ - 5½ | 6½ - 6½ |
| US Dollar | 6½ - 6½ | 6½ - 6½ | 6½ - 6½ | 6½ - 6½ | 6½ - 6½ | 7½ - 7½ |
| Japanese Yen | ¾ - ¾ | ¾ - ¾ | ¾ - ¾ | ¾ - ¾ | ¾ - ¾ | ¾ - ¾ |
| Asian \$/Sing | 1¼ - 1 | 2¼ - 2¼ | 2¼ - 2¼ | 2¼ - 2¼ | 3 - 2¼ | 3¼ - 3 |

Short term rates are call for the US Dollar and Yen others two days notice

Пример 17.1 Ставки по займам и кредитам в различных валютах на международном рынке. Источник: *Financial Times*

Важный момент заключается в том, что международный рынок не принадлежит какой-то одной стране; он не регулируется ни одним надзорным органом какой-то страны (хотя лондонские дилеры на этом рынке находились бы в поле деятельности английской регулирующей структуры). Сделки на этом рынке не ограничиваются местными правилами и нормами регулирования конкретного финансового центра. В этом отношении он остается «неформальным» или «неофициальным», хотя рыночные организации вырабатывают свои собственные правила. Если Лондон является центром международного рынка, это не означает, что на рынке действуют в основном английские институты, как не означает и то, что английские компании больше других пользуются услугами этого рынка. На нем главную роль играют американские банки и их филиалы, а чуть позади за ними следуют японские институты.

Ограничения для сбора капитала иностранцами на внутреннем рынке США в 1960-х гг. помогают объяснить создание и рост международного рынка в Лондоне, удобно расположенного с точки зрения часовых поясов. Америка ввела пределы для процентных ставок, которые могли выплачиваться на ее внутренних рынках, и обложила налогом иностранных заемщиков, которые

собирали капитал в Нью-Йорке, сделав такие действия экономически невыгодными для них. С другой стороны, Лондон предлагал более мягкое налогообложение и более мягкий режим регулирования в том, что касалось работы международного рынка.

В наши дни международный рынок повторяет большинство возможностей и форм ценных бумаг, доступных на внутренних рынках. Евровалюты могут размещаться и заниматься на очень короткие сроки или на многие годы. Заемщики могут получать эквивалент срочной ссуды в евровалюте. Они могут выпускать различные виды облигаций или «долговых обязательств» (IOU note), чтобы привлечь деньги в евровалюте. Поскольку рынок евровалют почти не затрагивается национальными правилами регулирования, то многие из новых форм финансирования впервые появляются на евровалютном рынке и в дальнейшем копируются национальными валютными рынками. В последние годы зарегистрирован значительный рост выпусков **евроакций (euro-equity)** — выпусков акций компаний через международный рынок вместо национального фондового рынка той страны, где зарегистрирована компания.

Важно отметить разницу между заимствованием в евровалюте и просто заимствованием на зарубежных финансовых рынках. Заем в евроиенах — это заимствование, номинированное в иенах через структуру международного рынка. В то время как облигация «самурай» (samurai) — это облигация в иенах, выпущенная иностранцем на внутреннем рынке Японии. Облигация «янки» (yankee) — это долларовая облигация, выпущенная нерезидентом на американском внутреннем рынке; облигация «бульдог» — это облигация в фунтах стерлингов, выпущенная иностранцем в Великобритании. Облигации типа самурай, бульдог, янки представляют собой еврооблигации или евробонды.

Синдицированные займы

Из первоначального краткосрочного рынка депозитов в евровалютах — межбанковский рынок — вырос рынок **синдицированных займов (syndicated loans)**. Синдикаты из банков собирались под руководством ведущего банка, или лид-банка (lead bank), или нескольких ведущих банков с целью предоставления среднесрочных или долгосрочных займов на сотни миллионов или миллиардов долларов. Хотя валюта, в которой занимались деньги, необязательно должна быть долларами США. С таким же успехом это могли быть и японские иены. Благодаря тому что каждый из участников обеспечивал только часть этого кредита, отдельные банки избегали слишком больших обязательств в расчете на одного клиента.

Евробонды

Секьюритизация кредитования в евровалютах была следующим шагом развития евrorынка, так появились **евробонды (Euro-bond)**, или еврооблигации. Они во многом напоминают облигации, которые выпускают правительство и компании на своих внутренних рынках (см. главу 13), но их оформление и методики выпуска кое в чем различаются. Евробонды номинируются в одной из евровалют.

Имеются и другие отличия. В Европе большинство национальных облигаций облагаются **налогом на дивиденды (withholding tax)**. Другими словами, прежде чем инвестор получает свой процент, вычитается некоторый подоходный налог. Доход по еврооблигациям обычно выплачивается целиком безо всяких налогов на процентный доход. Облигации также выпускаются в форме бумаг на предъявителя (**bearer**), а не в **зарегистрированной** форме, которая применяется в отношении английских облигаций, что делает их привлекательными для инвесторов, которые не намереваются иметь дело с налоговыми службами (налоговое преимущество евробондов, возможно, является наиболее важным фактором роста этого рынка). Вот почему Британия боролась против применения **налога на дивиденды и проценты**, предложенного ЕС в отношении сбережений и инвестиций, для еврооблигаций. Существует весьма реальный риск того, что значительная часть рыночной деятельности могла бы перейти в страны с более благоприятным налоговым климатом.

Другое различие между евrorынком и внутренним рынком Великобритании заключается в следующем: проценты по евробондам обычно выплачиваются раз в год, а не двумя полугодовыми платежами, как в случае обычных английских облигаций. Это означает, что купон в 10% по евробонду в целом не является тем же самым, что купон в 10% по английской облигации. В случае с английской облигацией инвестор может реинвестировать процент, который он получил после 6 месяцев, и заработать на нем еще дополнительный процент за вторую половину года. Это означает, что 10%, выплаченные в два приема, стоят столько же, сколько 10,25%, выплаченные раз в год. Следовательно, купон и доходность по еврооблигациям должны быть скорректированы таким образом, чтобы выразить их с точки зрения дохода на внутреннем рынке. Поэтому вы можете прочитать о доходности, «эквивалентной такой-то сумме на полугодовой основе».

Методы выпуска на рынке евробондов являются сложным делом. Способ, которым они работают на практике, часто отличается кое в чем от теории. На двух концах сделки вы имеете компанию или организацию, которая хочет привлечь деньги

посредством выпуска еврооблигаций (и ей требуется уверенность, что она соберет эти деньги), и конечного инвестора в облигации (возможно, бельгийского дантиста, обычно изображаемого в качестве типичного инвестора в еврооблигации). Между ними стоит множество банков. Лид-банк (или группа банков) организует выпуск облигаций и согласует с компанией условия, на которых она получит свои деньги. Этим банкам требуется хорошая сеть распространения, чтобы быть в состоянии разместить значительную долю облигаций среди инвесторов. Для того чтобы взять на себя часть риска по гарантированию размещения займа, подключаются другие банки (по крайней мере, в теории). Затем подключаются еще банки (**группа продаж, selling group**), которые не являются частью синдиката, но которые также используют свои широкие связи в рознице, чтобы продать облигации конечному инвестору.

INTERNATIONAL BONDS

| Jan 28 | Red date | Coupon | S&P [®] Rating | Moody's Rating | Bid price | Bid yield | Day's chge yield | Mth's chge yield | Spread vs Govts |
|-----------------|----------|--------|-------------------------|----------------|-----------|-----------|------------------|------------------|-----------------|
| ☛ \$ | | | | | | | | | |
| EIB | 01/09 | 5.250 | AAA | Aaa | 87.0046 | 7.35 | +0.03 | -0.26 | +1.21 |
| ABN Amro | 06/07 | 7.125 | AA- | Aa3 | 96.5229 | 7.79 | +0.02 | -0.31 | +1.58 |
| Quebec | 02/09 | 5.750 | A+ | A2 | 89.6188 | 7.40 | +0.03 | -0.31 | +1.26 |
| Cibcorp FRN | 02/04 | 6.890 | AA- | Aa3 | 89.6369 | 6.60 | +0.02 | -0.23 | +0.22 |
| ☛ € | | | | | | | | | |
| Bayer L-Bk | 08/04 | 9.500 | AAA | Aaa | 109.9308 | 6.65 | +0.01 | -0.18 | +0.32 |
| Toronto (M of) | 05/04 | 8.500 | AA+ | Aa2 | 106.2160 | 6.63 | - | -0.05 | +0.30 |
| Bell Canada | 10/04 | 10.875 | A+ | A2 | 114.6514 | 6.79 | +0.01 | -0.06 | +0.46 |
| Deutsche B FRN | 09/02 | 5.675 | AA | Aa3 | 99.1229 | 6.70 | +0.01 | -0.13 | +0.39 |
| ☛ £ | | | | | | | | | |
| EIB | 12/09 | 5.500 | AAA | Aaa | 94.2000 | 6.33 | -0.12 | +0.07 | +0.96 |
| Boots | 05/09 | 5.500 | A+ | A1 | 90.5000 | 6.97 | -0.03 | +0.08 | +1.62 |
| British Gas | 07/08 | 8.875 | A | A2 | 110.8500 | 7.09 | -0.01 | +0.10 | +1.55 |
| Halifax | 04/08 | 6.375 | AA | Aa1 | 97.6400 | 6.77 | -0.04 | +0.17 | +1.23 |
| ☛ SFR | | | | | | | | | |
| EIB | 01/08 | 3.750 | AAA | Aaa | 96.7062 | 4.27 | +0.01 | -0.11 | +0.31 |
| Brit Columbia | 02/02 | 3.250 | AA- | Aa2 | 96.4751 | 4.23 | +0.02 | +0.02 | +0.39 |
| Hydro-Quebec | 05/01 | 6.750 | A+ | A2 | 101.6148 | 4.81 | +0.03 | +0.11 | +1.11 |
| Gen Elect | 09/01 | 3.162 | AAA | Aaa | 99.7534 | 3.67 | +0.03 | +0.09 | +0.17 |
| ☛ YEN | | | | | | | | | |
| IBRD (World Bk) | 03/02 | 5.250 | AAA | Aaa | 108.6200 | 0.21 | -0.02 | -0.03 | -0.22 |
| Spain (Kingdom) | 03/02 | 5.750 | AA+ | Aa2 | 109.4026 | 0.27 | -0.04 | - | -0.16 |
| KfW Int | 12/04 | 1.000 | AAA | Aaa | 100.5812 | 0.87 | -0.02 | -0.09 | -0.02 |
| Eurofima | 06/05 | 0.292 | AAA | Aaa | 100.0000 | 0.00 | - | -0.89 | -1.11 |
| ☛ \$ | | | | | | | | | |
| IBRD (World Bk) | 02/08 | 6.000 | AAA | Aaa | 96.0693 | 6.67 | -0.04 | - | +0.41 |
| Nw Sth Wales Tr | 05/06 | 6.500 | AAA | Aaa | 99.4923 | 6.60 | -0.02 | -0.04 | +0.42 |
| S Aus Gov Fin | 06/03 | 7.750 | AA+ | Aa2 | 102.6308 | 6.75 | -0.03 | -0.08 | +0.89 |
| GMAC Aust | 05/01 | 9.000 | A | A2 | 101.7594 | 6.82 | +0.01 | -0.05 | +0.86 |

Пример 17.2 Выборка облигаций, номинированных в различных валютах, которые обращаются на международном рынке. Источник: *Financial Times*

После того как евробонды выпущены на **первичном рынке**, они могут продаваться на **вторичном рынке**, на **внебиржевом рынке (OTC)** через дилеров, заключающих сделки по телефону или компьютеру. В первые дни лид-банку **позволяется стабилизировать** (т. е. манипулировать) рынок по данной эмиссии за счет собственных сделок. Получит он прибыль от выпуска бумаг или нет, зависит от того, сможет ли он продать облигации по цене, которая не уничтожит все полученные им комиссионные. Временами вторичный рынок может оказаться очень изменчивым, отчасти потому что дилеры (в отличие от маркет-мейкеров на Лондонской бирже) не имеют никаких обязательств по поддержанию или созданию рынка. Если временами в отдельном секторе рынка может сложиться трудная ситуация, то они могут временно придержать лошадей, и рынок потеряет свою ликвидность.

Систему клиринга и расчетов по международным облигациям и инструментам денежного рынка обеспечивают две организации. Обычно это **Cedel** в Люксембурге и **Euroclear** в Брюсселе, хотя **Cedel** недавно объединился с немецким клиринговым домом для формирования **Clearstream**, а **Euroclear** объединился с французским концерном. Организация, занятая саморегулированием рынка, — **Международная ассоциация участников фондового рынка (International Securities Market Association, ISMA)** — находится в Швейцарии и имеет представительство в Лондоне.

Вариации на тему облигаций

Первоначально **прямые евробонды** выпускались с фиксированной ставкой процента. В дальнейшем были разработаны новые формы евробондов, которые имели плавающую процентную ставку, известные как **ноты с плавающей процентной ставкой (floating rate note, FRN)**. Некоторые банки выпускали **бессрочные ноты с плавающей ставкой (perpetuals)**, которые никогда не нужно было погашать. Их стоимость серьезно пострадала во время рыночного кризиса в 1980-х гг.

Сложности выпуска евробондов возникают в связи с многочисленными отклонениями от этих основных вариантов, призванных сделать евробонды более привлекательными для инвесторов и эмитентов (или их обоих). Сначала заемщик должен решить, в какой валюте он будет занимать; по традиционному сильному валютам процентная ставка обычно будет ниже (например, в случае с швейцарским франком), чем это было бы в случае стерлинга, но если франк растёт, погашение долга может оказаться более дорогим. Некоторые облигации (**двухвалютные**

облигации, dual currency bond) снижают незащищенность с точки зрения инвестора: он вкладывает деньги в одной валюте, а получает их обратно в другой по заранее оговоренному обменному курсу.

Некоторые евробонды, выпускаемые компаниями, включают в себя отдельные **характеристики акции (equity sweetener)**. Облигация может быть **конвертирована** в акции (полностью или частично) компании-эмитента, или они выпускаются в виде **варранта**, дающего право подписки на акции компании. Принципы здесь аналогичны тем, которые приводились в главе 5 в контексте конвертируемых облигаций и варрантов, выпускаемых национальными английскими компаниями. Как и на внутреннем облигационном рынке, евробонды могут выпускаться с **глубоким дисконтом** вместо того, чтобы платить процент (**облигации с нулевым купоном**).

Однако настоящие сложности выпуска евробондов связаны с процентными ставками и компромиссами, которые вызваны стремлением в интересах привлекательности объединить преимущества облигаций с фиксированным процентом и переменной процентной ставкой. Выпускаются гибридные облигации, которые первоначально приносят фиксированную ставку процента, а после определенной даты по ним платится плавающая ставка. Кроме той может быть установлен верхний предел («шапка», **кэп**) для выплаты плавающей процентной ставки (**capped floating rate note**), а иногда также устанавливается и нижний предел ставки (**floor**). Существуют даже облигации, которые платят более высокую ставку процента, когда процентные ставки в целом падают. И наконец, инвестор мог бы приобрести **опцион пут (put option)** или эмитент мог бы купить **опцион колл (call option)**, позволяющий одному или другому обеспечить себе более раннее погашение в определенных обстоятельствах.

Еврокоммерческие бумаги

Даже в области очень краткосрочных ценных бумаг на международном рынке существуют аналоги инструментов, имеющих место на внутреннем финансовом рынке. Обычно вы читаете о **евронотах (euronote)** — долговых обязательствах со сроком жизни до года. Заемщики заключают соглашения с банком или дилером, чтобы те продали или забрали ноты, которые они выпустили в соответствии с такими соглашениями, как **программа возобновляемой гарантии (revolving underwriting facility, RUF)** или **программа выпуска евроноты (note issuance facility, NIF)**. Заемщик может выпустить дополнительное количество нот в случае потребности в деньгах или когда наступает срок погашения пре-

дыдущего выпуска. Сегодня акцент делается на **еврокоммерческих бумагах (eurocommercial papers, ЕСР)**, которые работают во многом так же, как коммерческие бумаги на внутренних рынках (см. главу 15). Существует более долгосрочная версия **среднесрочных евро нот (euro medium-term note, ЕМТН)**. Программа ЕСР может предложить заемщику опцион на сбор денег в нескольких валютах, и ряд английских компаний используют такую возможность.

Евро и внутренний рынок Британии

В последнее время различия между внутренним рынком и евро-рынками во многом размываются. На обоих рынках работают в основном одни и те же фирмы, и правила эмиссии внутренних английских облигаций на ЛФБ были ослаблены, чтобы приблизить их к тем, которые применяются на евро-рынках. Были предприняты выпуски стерлинговых облигаций для английских компаний, которые состояли из двух составляющих, евро и внутренней, причем внутренняя часть выпускалась в форме зарегистрированных облигаций. Многие ведущие британские компании выпускали **конвертируемые облигационные займы и конвертируемые привилегированные акции** на евро-рынке, а для более крупных компаний существует возможность выбора между двумя рынками, которая часто определяется вопросами налогообложения, издержками эмиссии и видом инвестора, которого они хотят привлечь.

Внутренний английский рынок является главным для эмиссии **обеспеченных облигаций (secured loans)** (евробонды обычно не обеспечены). 1980-е гг. показали быстрое увеличение количества выпусков **ценных бумаг, обеспеченных ипотекой (mortgage-backed securities)**, английскими **специализированными ипотечными компаниями (specialist mortgage lenders)**, которые активно конкурировали со строительными обществами и банками в предоставлении кредитов на покупку недвижимости. Большое количество отдельных закладных — обычно тысяча или около того — объединялись в пул у специальной компании, которая после этого выпускала ноты с плавающими процентными ставками или облигации для инвесторов, возвращая таким образом деньги, предоставленные в кредит на покупку домов. Платежи домовладельцев в виде процентов и погашения основной суммы обеспечивали выплату процентов по нотам и окончательный платеж. Этот процесс является примером **секьюритизации** — ипотечные кредиты переводились в ценные бумаги. Однако бумаги, обеспеченные ипотекой, потеряли часть своей привлекательности после падения цен на недвижимость в Британии в начале 1990-х гг., хотя они снова становятся популярны в наши дни.

Установление процентных ставок

Financial Times публикует таблицу **ставок международного денежного рынка**. Они, как правило, соответствуют внутренним процентным ставкам соответствующей страны. Ставки даются для ряда евро-валют по депозитам, ранжированным от очень коротких сроков до периодов с продолжительностью до года. Нет необходимости говорить, что чем сильнее валюта, тем ниже ставки.

Ключевой ставкой является **трехмесячный или полугодовой ЛИБОР** (см. главу 15). Это ставка, по которой банки будут предоставлять кредит на межбанковском рынке, и она используется в качестве базовой ставки. Ставка по ногам с плавающей ставкой процента обычно устанавливается со ссылкой на ЛИБОР и выражается как **«столько-то базисных пунктов (сотые доли процентного пункта) выше ЛИБОР»**.

Евроакции

Сети распространения, используемые ведущими дилерами по евробондам для размещения облигационных выпусков среди инвесторов, в меньших (но растущих) масштабах используются для размещения на рынке обыкновенных акций ведущих международных компаний. Это может подойти компании, которая хочет собрать деньги за счет продажи акций за пределами отечественного рынка капиталов, когда он слишком мал для ее потребностей. Другие компании могут захотеть привлечь иностранных акционеров из тех стран, с которыми они ведут дела. Такие операции известны как эмиссии **евроакций (euroequity)**. Английские компании, зарегистрированные на бирже, ограничиваются в привлечении средств подобным образом **правилами преимущественного права (pre-emption)** — новые акции должны сначала предлагаться существующим владельцам акций.

Размеры международного рынка

Для получения представления о размерах и характеристиках международного рынка в 1999 г. следует обратиться к таблицам 17.1 и 17.2, основанным на данных, предоставленных *Capital Data Bondware and Loanware*. Эти данные характеризуют ситуацию за неделю до конца 1999 г. На тот момент выпуски облигаций на международном рынке собрали примерно \$1386 млрд по сравнению с \$929 млрд за весь 1998 г., тем самым впервые превзойдя отметку в \$1 трлн. Помимо темпа роста примечательной особенностью 1999 г. было появление **евро**. В первый год его существования и несмотря на его слабость на валютном рынке, в ев-

ро были номинированы большинство всех выпусков еврооблигаций. Евро слегка потеснил доллар США на второе место. Кредитные программы составили сумму \$486 млрд. Вдобавок к этому были выпущены выпуски евроакций (как первичных, так и вторичных) на международном рынке на общую сумму \$179 млрд, по данным *Capital DATA*.

Таблица 17.1

Международный рынок: деньги, полученные от размещения облигаций и займов

| | Международные облигации (\$US млн) | Займы на еврорынках (\$US млн) |
|-------|------------------------------------|--------------------------------|
| 1990 | 214,785 | 208,773 |
| 1991 | 283,835 | 149,395 |
| 1992 | 313,307 | 126,054 |
| 1993 | 441,238 | 148,703 |
| 1994 | 430,548 | 178,340 |
| 1995 | 464,284 | 323,650 |
| 1996 | 681,787 | 318,995 |
| 1997 | 749,032 | 364,462 |
| 1998 | 928,721 | 320,537 |
| 1999* | 1,380,865 | 467,821 |

*Данные на 16.12.1999

Источник. *Capital DATA Bondware and Capital DATA Loanware*

Таблица 17.2

Международные выпуски облигаций в 1999 г. (до 22.12.1999)

| Валюта | Облигации с фиксированной ставкой (\$US млн) | Конвертируемые облигации (\$US млн) | Ноты с плавающей процентной ставкой (\$US млн) | ВСЕГО (\$US млн) | Проценты |
|-------------------|--|-------------------------------------|--|------------------|----------|
| Евро | 398,155.88 | 26,892.72 | 202,724.80 | 627,773.40 | 45.30 |
| Доллар США | 437,047.63 | 6,678.56 | 134,813.69 | 578,539.88 | 41.75 |
| Стерлинг | 69,649.11 | 2,237.28 | 25,112.39 | 96,998.77 | 7.00 |
| Японская иена | 24,932.83 | 2,972.57 | 3,145.42 | 31,050.83 | 2.24 |
| Швейцарский франк | 20,461.76 | 615.08 | 2,494.18 | 23,571.02 | 1.70 |

Продолжение табл. 17.2

| Валюта | Облигации с фиксированной ставкой (\$US млн) | Конвертируемые облигации (\$US млн) | Ноты с плавающей процентной ставкой (\$US млн) | ВСЕГО (\$US млн) | Проценты |
|-----------------------|--|-------------------------------------|--|---------------------|---------------|
| Канадский доллар | 5,800.03 | 0 | 0 | 5,800.03 | 0.42 |
| Австралийский доллар | 4,326.83 | 0 | 19.01 | 4,345.84 | 0.31 |
| Гонконгский доллар | 2,691.01 | 0 | 1,569.76 | 4,260.77 | 0.31 |
| Греческая драхма | 2,347.31 | 0 | 199.43 | 2,546.74 | 0.18 |
| Новозеландский доллар | 1,819.90 | 0 | 0 | 1,819.90 | 0.13 |
| Южноафриканский ранд | 1,492.71 | 0 | 115.69 | 1,608.41 | 0.12 |
| Шведская крона | 1,373.56 | 0 | 0 | 1,373.56 | 0.10 |
| Норвежская крона | 1,282.84 | 0 | 0 | 1,282.84 | 0.09 |
| Польский злотый | 1,121.84 | 0 | 0 | 1,121.84 | 0.08 |
| Прочие | 3,575.87 | 0 | 55.87 | 3,643.59 | 0.26 |
| ВСЕГО | 976,079.11 | 39,408.07 | 370,250.251 | 1,385,737.44 | 100.00 |

Источник. *Capital DATA Bondware and Capital DATA Loanware*

Процентные и валютные свопы

Форма, в которой заемщики могут легче всего собрать необходимые деньги, не всегда является той формой, которая лучше всего соответствует их целям. Скажем, компания А обнаруживает, что легче всего собрать деньги под фиксированную процентную ставку, когда она на самом деле нуждается в средствах с плавающей ставкой. Компания В, с другой стороны, не имеет проблем с привлечением средств под плавающую ставку, но реально нуждается в деньгах с постоянной ставкой процента, которая была бы для нее не слишком дорогой.

Решением может послужить **своп (swap)** — в нашем случае **процентный своп (interest rate swap)**. Компания А выпускает облигации с фиксированным процентом, а компания В выпускает облигации с плавающим процентом. Затем они договариваются

о свопе (обмене) своими обязательствами по выплате процентов. Компания А платит плавающую ставку процента по займу компании В, а компания В платит фиксированный процент по займу компании А с учетом определенной корректировки для отражения относительной силы двух участников сделки. Посредством этого механизма каждая сторона в конечном итоге получает свои деньги в той форме, которая ее устраивает, по более дешевой процентной ставке, чем если бы она занимала на таких условиях напрямую.

Принцип здесь состоит в следующем: каждая компания занимает средства в той форме, которая дает ей наибольшее сравнительное преимущество. В действительности механизм носит более сложный характер. Компании обычно не ищут контрагентов по свопу напрямую, а заключают соглашение о свопе с банком, который или может найти контрагента (забрав свои небольшие комиссионные), либо сам может выступить в этом качестве. Однажды заключенный своп может впоследствии продаваться или корректироваться в зависимости от изменения рыночных условий.

Вторым видом свопа является валютный своп (*currency swap*). Компания А может оказаться в состоянии занять деньги на наиболее выгодных условиях в немецких марках, потому что ее кредитный рейтинг высок в Германии, где она известна. Но ей нужны американские доллары. Компания В может наиболее легко собрать средства в долларах США, но ей требуются немецкие марки. Поэтому компания А выпускает облигации в немецких марках, а компания В занимает в долларах. Затем они обмениваются ими в рамках сделки своп, так что каждая оказывается с тем, что ей нужно, платя проценты в той валюте, на которую она поменялась. Так как каждый занимает там, где у него самые хорошие условия для кредита, оба участника получают более дешевые средства, чем если бы они взяли кредит непосредственно в той валюте, которая им была нужна. И снова в качестве посредника может выступать банк. Во многих свопах обмениваются вместе процентные платежи и валюта.

Считается, что в отдельные моменты почти 80% средств, собранных на евторынке, одновременно участвуют в сделках своп.

Оценка заемщиков

Процентная ставка, которую платит на евторынке заемщик, частично зависит от положения заемщика. Основными заемщиками являются правительства, государственные органы и хорошо известные международные компании, а компании, хорошо

известные только на своих национальных рынках, приветствуются в меньшей степени.

Несколько организаций, включая *Standard & Poor's*, *Moody's* и *Fitch IBCA*, предоставляют услуги по составлению рейтингов (*rating services*), которые стараются количественно оценить кредитоспособность заемщика. Самым высоким рейтингом является AAA, соответственно самым надежным заемщикам присваивается рейтинг «тройное А» (*triple-A-rated*). Те же самые компании составляют рейтинги для краткосрочных долгов и коммерческих бумаг.

«Надгробные памятники»

Банки, которые активно работают на евторынках, любят рекламировать свой успех в деле сбора средств для клиентов. Частично они осуществляют это при помощи «надгробных памятников» (*tombstones*) — объявлений на финансовых страницах в прессе, особенно (в Великобритании) в *Financial Times* и журнале *Euro-money*. Эта реклама объявляет, что она публикуется «только в целях информации» (другими словами, она не призывает приобретать ценные бумаги) и содержит имя заемщика и краткие детали проведенной программы займа или эмиссии облигаций плюс названия банков-участников. Ведущий банк или банки, которые организуют эту сделку, указываются в заголовке, а остальные обычно перечисляются в алфавитном порядке. Подобная структура таких объявлений проясняет вопрос о том, почему уместно название «надгробные памятники».

Освещение в прессе

Национальные фондовые рынки обычно заинтересованы в информации, и пресса, как правило, автоматически получает сообщения о подробностях новых выпусков. Международный рынок несколько отличается в этом отношении. Сделки заключаются между эмитентами и банками, а не напрямую с публикой, даже если публика может оказаться конечным владельцем выпускаемых ценных бумаг. Нет никакой централизованной биржи, чтобы установить правила раскрытия информации. Детали сделок часто публикуются за пределами рынка (см., например, «надгробные памятники») после ее завершения. Следовательно, большинство информации о том, что происходит на этом гигантском рынке, должно разыскиваться специальными журналистами, до которых могут дойти слухи о предстоящей сделке благодаря своим тесным контактам среди участвующих в этой деятельности банков.

По понедельникам *Financial Times* публикует таблицу выпусков новых международных облигаций. В другие рабочие дни на ее страницах, посвященных международным рынкам капиталов, публикуются краткие выборки международных облигаций, номинированных в различных валютах, а страница с информацией о евторынках дает подробности о некоторых важных облигациях в еврозоне.

Ежемесячный журнал *Euromoney* был основан специально для того, чтобы освещать международный рынок капиталов. Ежедневные новости о новых выпусках, программах синдицированных займов и обо всем остальном появляются в *International Financing review*, предназначенном непосредственно для финансового сообщества. В основном для рыночных профессионалов предназначается также и множество информационных бюллетеней о евторынках, таких как *Syndicated Lending Review*.

Интернет-ссылки

Клиринговыми домами для работы с международными облигациями являются *Clearstream* (бывший *Cedel*) с адресом www.clearstream.net/ и *Euroclear* с адресом www.euroclear.com/. Органом саморегулирования на этом рынке является Международная ассоциация участников фондового рынка (ISMA), чей лондонский филиал имеет свой сайт по адресу www.isma.co.uk/. Журнал *Euromoney* находится на сайте www.euromoney.com/, а дочерняя компания Capital DATA под названием *Euromoney Publications*, из которого получена вся статистическая информация для данной главы, находится по адресу www.capital-data.com/. Три ведущих рейтинговых агентства имеют свои собственные сайты:

Standard & Poor's: www.standardandpoors.com/,

Moody's: www.moody.com/

и Fitch IBCA: www.fitchibca.com/.

Глава 18. Финансовые деривативы и товары

Каждый финансовый рынок имеет риск для тех, кто им пользуется, но существуют рынки, чьей основной функцией является **перераспределение риска**. С одной стороны, они являются самыми рискованными рынками. С другой стороны, именно здесь риски могут быть снижены или устранены. Это рынки опционов и фьючерсов, которые проходят под общим названием рынков **производных инструментов, или деривативов (derivatives products, derivatives)**. Они не являются единственным местом, где продаются и покупаются производные продукты. Ранее мы видели, что банки проводят большие объемы сделок с деривативами на внебиржевом рынке, напрямую предлагая своим клиентам такие производные финансовые продукты, как свопы и «шапки» для процентных ставок (см. главы 14, 15 и 17). Однако именно о публичных рынках деривативов наиболее часто сообщается в прессе.

Клиенты рынка деривативов распадаются на две основные категории: те, кто хочет хеджировать (защититься) риск, которому они подвержены в ходе обычного ведения своих дел, и те, кто согласен принять на себя высокий риск в обмен на возможность крупного выигрыша: **трейдеры или спекулянты (traders and speculators)**.

После краха в феврале 1995 г. старейшего торгового банка Сити, **Barings**, в результате убытков на рынке производных инструментов, осведомленность о таких инструментах распространилась далеко за пределы читателей финансовых страниц. В то же время, несмотря на большой объем информации в прессе и на телевидении, представление о деривативах у читателей слабое. Хотя принцип, на котором строится работа со всеми этими инструментами, является очень старым. Новое состоит, прежде всего, во взрывном росте рынка производных инструментов и в количестве продуктов, с которыми заключаются сделки.

Рассмотрим основы функционирования деривативов. Начнем с вопроса: почему используется термин «деривативы» (про-

изводные инструменты)? Ответ: потому что они являются финансовыми продуктами, которые созданы на основе некоторых других реальных продуктов. Акции, облигации, валюты и товары, такие, как какао или цинк, — все они являются реальными продуктами. Существуют рынки, на которых их можно купить или продать. Нетрудно понять, что они собой представляют.

Деривативы основаны на обращении этих товаров. Они дают право (и, возможно, обязанность) купить или продать некоторое количество одного из этих товаров в какой-то момент в будущем, или каким-то другим способом дают возможность выиграть в результате роста или падения цены на один из реально существующих товаров.

Деривативы как пари

Возможно, лучшим подходом для понимания сути деривативов может служить взгляд на них как пари (и действительно, существуют букмекеры, которые предлагают вам сделать ставку на изменение рыночного индекса). Предположим, вы полагаете, что цена каких-то акций собирается пойти вверх. В этом случае вы могли бы купить эти акции, чтобы получить прибыль от роста их цены, который, на ваш взгляд, произойдет. Но для полноценной инвестиции вам потребуется много наличных средств. В то же время вы могли бы найти какого-то человека, который думает, что рынок будет расти не так быстро, как считаете вы, или даже что рынок упадет, и при этом он готов заключить с вами пари на поведение рынка. Итак, вы договариваетесь с этим человеком, что он заплатит вам £1 за каждый процентный пункт, на который общепринятый рыночный индекс вырастет выше оговоренной начальной точки в течение, скажем, трех месяцев. Другая сторона этой сделки заключается в том, что вы соглашаетесь заплатить ему £1 за каждый процентный пункт, на который рынок мог бы упасть ниже оговоренной начальной точки. В действительности вы, конечно, можете договориться о значительно более крупных суммах — возможно, по £10 000 за каждый процентный пункт, на который упадет или вырастет индекс. Привлекательность этой системы в том, что вы не должны вкладывать много наличных денег с самого начала, когда заключаете пари. Вам потребуется для гарантии внести лишь небольшой депозит, или **маржу (margin)**. Однако если пари разрешилось не в вашу пользу и рынок движется в направлении, которое противоположно тому, которое ожидали вы, то вам может потребоваться значительно больше наличных или придется отменить свою ставку и согласиться с понесенными убытками. В равной степени если дела идут в

соответствии с вашими предположениями, то вы могли бы решить забрать свою прибыль в любое время на протяжении этих трех месяцев, прекратив заключенную сделку.

То, что мы здесь описали, в действительности плохо иллюстрирует работу **фьючерсного рынка (futures markets)**. Механизм функционирования данного рынка во многом иной. Но сам принцип и его последствия аналогичны описанному в нашем примере. Существует возможность быстро выиграть или проиграть очень крупную сумму денег при условии относительно небольшого первоначального взноса. Такой же принцип лежит в основании многих деривативов внебиржевого рынка (OTC), которые продаются банками, а не обращаются на рынке.

Теперь возьмем другой пример. Вы снова хотите поставить на свою веру в то, что рынок пойдет вверх. Вы считаете, что есть хороший шанс увеличения фондового индекса на 10% за три месяца. Предположим, что текущее значение индекса равно 100. Вы заключаете с кем-то пари на £1, что за три месяца индекс вырастет до 104. При этом за каждый процентный пункт, на который он вырастет выше 104, вам заплатят 50 пенсов. Так что если фондовый индекс вырастет до 110, как вы и ожидали, то вы получите £3 (50 пенсов, умноженные на 6) в обмен на свою ставку в £1, т. е. £2, или 200%, прибыли на свою первоначальную инвестицию в £1. Если вы ошиблись и индекс не вырос выше 104, вы потеряете свою ставку в £1. Но это все, что вы потеряете.

То, что мы описали, лежит в основе принципа, который стоит за **опционом (options)**. Конечно, механизм реального рынка опционов немного отличается от этого, а задействованные суммы значительно больше. Из приведенных примеров легко увидеть принципиальную разницу между фьючерсами и опционами. На фьючерсном рынке вы можете закончить работу, потеряв значительно больше, чем ваша первоначальная ставка, как это произошло с банком *Barings*. На рынке же опционов покупатель опциона знает, что его убыток ограничивается его первоначальной ставкой. В нашем примере максимальный убыток равен £1 (потенциальные потери для того, кто создает, или **выписывает (writes)**, опцион, который вы покупаете, конечно, будут гораздо выше).

Страховой аспект

В предыдущих примерах мы все время использовали термин «ставка». Действительно, опционные и фьючерсные рынки могут использоваться для азартных ставок. Но во многих случаях было бы более правильно говорить о нашей «ставке» как о

«страховом полисе». Предположим, наш инвестор — это институт, который знает, что у него через 3 месяца будет £5 млн для инвестиции в акции. И он считает, что рынок собирается расти, т. е. существует риск того, что ему придется значительно дороже заплатить за акции в тот момент, когда деньги окажутся в его распоряжении. С помощью относительно небольшой первоначальной инвестиции он может сегодня купить опцион на рыночный индекс. Если цены действительно возрастут, он должен будет заплатить за акции дороже, чем имеющиеся у него £5 млн. Но он получит прибыль от своего опциона, которая компенсирует эти более высокие издержки. Ставка в виде денег, заплаченных за покупку опциона, служит в качестве **страховой премии (insurance premium)**. Фьючерсные рынки могут подобным образом использоваться для страхования от будущего изменения цен.

Как развивались форвардные рынки

Если принципы, на которых построены фьючерсные и опционные рынки, довольно просты, то механизм их функционирования является намного более сложным. В качестве стартовой точки для понимания этого механизма лучше всего взять **форвардные (forward)** товарные рынки, где действуют соответствующие методы.

Чтобы сконцентрироваться на существенных элементах, а не на деталях конкретного производного инструмента, мы придумаем физический товар — назовем его просто «коммодитум», который представляет собой обычный металл, используемый во многих производственных процессах.

Итак, имеется свободный рынок, на котором коммодитум может продаваться и покупаться. В обычном случае цена коммодитума будет расти или падать в зависимости от баланса продавцов и покупателей на этом рынке. При этом она может колебаться достаточно широко. Горнодобывающие компании, которые добывают коммодитум, очевидно, хотят получить как можно более высокую цену за свой товар. Фабриканты, которые используют коммодитум в своих изделиях, напротив, хотят купить его как можно дешевле. И производители, и потребители этого товара могут иметь один общий интерес: существуют моменты, когда они хотели бы снизить неопределенность в отношении цены на этот товар. Производитель не может эффективно планировать свое производство коммодитума, если он не знает, получит ли £500 или £1500 за тонну, когда у него будет готовый к продаже запас товара через шесть месяцев. Фабриканты, которые используют коммодитум в своих изделиях, не

могут эффективно спланировать свой бюджет, если они не знают, будут ли они платить £500 или £1500 за тонну коммодитума, когда им через шесть месяцев потребуется пополнить запас этого товара на складах.

Итак, обеим сторонам имеет смысл уменьшить или устранить неопределенность. Как они могут это сделать? Один из способов заключается в том, чтобы производитель и фабрикант договорились сегодня о той цене, по которой один купит, а другой продаст коммодитум через шесть месяцев. Предположим, что сегодняшняя цена на коммодитум с немедленной поставкой (говоря техническим языком, **цена спот (spot price)**) составляет £1000 за тонну. Обе стороны считают, что цена этого товара скорее возрастет, чем упадет, за последующие шесть месяцев, хотя вероятность падения не может сбрасываться со счетов. И после больших споров они, в конечном счете, сходятся на цене в £1100 за тонну коммодитума, которая будет поставлена через полгода. Горнодобывающая компания обязуется через шесть месяцев продать 20 тонн коммодитума по цене £1100 за тонну, а фабрикант берет на себя обязательство купить эти 20 тонн по цене £1100 за тонну.

Кто выиграет, а кто проиграет от этого соглашения, зависит от того, что действительно произойдет с ценой на коммодитум на рынке шесть месяцев спустя. Если цена товара с немедленной поставкой спустя шесть месяцев упадет до £900 за тонну, фабрикант обнаружит, что он платит £1100 за тонну товара, который он может купить на рынке по £900 за тонну, соответственно он потеряет некоторую сумму. Производитель же коммодитума окажется в выигрыше. Если цена товара с наличной поставкой через шесть месяцев составляет £1400 за тонну, производитель проиграет в результате предварительной договоренности о том, что он осуществляет поставку по цене £1100 за тонну, а фабрикант экономит себе целую кучу денег.

Однако обе стороны сделки устранили неопределенность. У них была зафиксирована цена, на основе которой они могли строить свои планы. И именно для того, чтобы обеспечить эту определенность, были созданы **форвардные рынки**. Форвардный рынок — это такой рынок, на котором покупатели и продавцы могут установить цену на товар, который будет поставляться в определенный день в будущем. В нашем примере с коммодитумом мы взяли срок поставки в шесть месяцев. Но с таким же успехом товар мог быть поставлен через три или через девять месяцев. Таким образом, на этих форвардных рынках будет предлагаться целый ряд цен. Мы могли бы говорить о цене «трехмесячного коммодитума» (коммодитум с поставкой через три месяца), «шестимесячном коммодитуме», «девятимесячном

коммодитуме» и т. д. Кроме того, мы предположили, что имеет место единственная сделка между одним производителем коммодитума и одним фабрикантом. В реальной жизни будет существовать целый ряд лиц, согласных предложить коммодитум с поставкой через шесть месяцев, и ряд потенциальных покупателей коммодитума с поставкой через шесть месяцев. Цена «шестимесячного коммодитума» будет отражать взгляды всех потенциальных продавцов и покупателей.

На фьючерсных рынках

Описанный выше принцип покупки и продажи с будущей поставкой на протяжении многих поколений характеризовал рынки физических товаров — в основном металлов и базовых продуктов питания. Он также был характерной особенностью валютного рынка, где сегодня могли согласовываться цены на валюты, которые подлежали поставке в будущем (фактически стороны сделки подобным образом «привязывались» к известному валютному курсу). Все это некоторым образом отличается от тех сил, которые разрушили торговый банк *Barings* в 1995 г.

Чтобы понять это, мы должны проследовать за эволюцией рынков еще на один шаг вперед. Если **форвардные** рынки являются очень старым понятием, то **фьючерсные (futures)** рынки — явление относительно новое, хотя основополагающие принципы их функционирования весьма схожи. На форвардных рынках покупатели и продавцы могут договориться о цене на товар с поставкой в любой момент времени в будущем. Срок поставки мог бы наступить через два с половиной месяца или через 30 недель. На фьючерсных рынках договоры являются стандартизированными. Предположим, что мы рассматриваем рынок фьючерсов на коммодитум в один из дней в начале апреля. Мы могли бы увидеть, что вы можете купить или продать **контракт (contract)** с поставкой коммодитума в мае, июле, сентябре, ноябре или январе следующего года.

Стандартизованы не только даты поставки, стандартизованы и условия контракта. Стандартные контракты в соответствии с нашими предположениями заключаются на поставку 10 тонн коммодитума в один из дней, которые мы назвали. Эти контракты относятся к коммодитуму стандартного качества и чистоты. Таким образом, любой, кто покупает один контракт на коммодитум с поставкой в сентябре, соглашается, в теории, принять поставку 10 т коммодитума в определенный день в сентябре. Продавец сентябрьского контракта на коммодитум соглашается, снова теоретически, поставить 10 т стандартного качества коммодитума в определенный день в сентябре.

Как устанавливается цена? Она снова зависит от взаимодействия продавцов и покупателей на рынке, но его механизм работает немного по-другому, чем на простом форвардном рынке. На нашем гипотетическом форвардном рынке участники могут продавать и покупать сентябрьские контракты на коммодитум (и, разумеется, майские, июльские контракты и все остальные). Цена сентябрьского контракта в любой данный момент времени будет отражать соотношение между покупателями и продавцами этого конкретного товара на этот момент. Соответственно, если на рынке возникает больше покупателей, цена, вероятно, пойдет вверх. Если существует больше продавцов, то она, вероятно, опустится вниз.

Давайте предположим, что, как и в примере с нашим форвардным рынком, мы смотрим на ситуацию с точки зрения начала апреля. Цена спот на коммодитум в этот момент снова составляет £1000 за 1 т. Контракт с немедленной поставкой 10 т коммодитума, таким образом, имеет стоимость £10 000. Также допустим, что контракт с поставкой в сентябре обращается на рынке по цене £11 000. Всякий, кто покупает сентябрьский контракт, теоретически соглашается на цену £11 000 за 10 т коммодитума, поставляемого в сентябре. Любой, кто продает контракт на сентябрь, теоретически соглашается поставить 10 т коммодитума в сентябре по цене £11 000.

Важный момент, на котором необходимо заострить внимание, заключается в том, что сентябрьский контракт на коммодитум сам является своеобразной формой цены бумаги, которая может покупаться и продаваться на рынке. Это не то же самое, что сам металл коммодитум, это **дериватив, или производный инструмент (derivative)**, чья рыночная цена в данный момент времени будет в значительной степени влиять на взгляды продавцов и покупателей на перспективы цены на коммодитум. Если вы ухватили этот факт, вы можете понять, как данный принцип может быть расширен на другие виды товаров. Почему бы не заключить фьючерсный контракт на поставку государственной облигации стандартного вида с номинальной стоимостью £100 000 в сентябре? Или пакета акций компании? Или стандартного количества иностранной валюты: долларов США, например?

На практике в последние годы возникли и значительно выросли рынки **финансовых фьючерсов (financial futures)** на целый ряд финансовых продуктов. Это рынки, на которых их участники эффективно используют механизм фиксации цены при покупке и продаже облигаций, акций и валюты в будущем. Фьючерсы могут использоваться как для компенсации многих финансовых рисков, которые неизбежно возникают в ходе ведения

бизнеса, так и для спекулятивной игры в крупных масштабах, которые привели к банкротству торгового банка *Barings* в 1995 г. Но перед тем как обратиться к финансовым фьючерсам, рассмотрим несколько фундаментальных понятий, которые будет легче проиллюстрировать на примере наших фьючерсов на коммодитум.

Где начинается опасность

Для начала зададимся вопросом: почему рынок деривативов должен быть более опасным, чем рынок их базовых продуктов? Почему покупка фьючерсов на коммодитум должна быть более опасной, чем покупка самого металла? Или почему приобретение фьючерсов на государственные облигации должно оказаться опаснее, чем собственно инвестирование в государственные облигации? Ответ заключается в том, что приобретение фьючерса не всегда будет опаснее, хотя чаще дело будет обстоять именно так. И основной причиной тому является **леверидж** (**gearing**, или **leverage** по американской терминологии).

Давайте вернемся к нашим сентябрьским фьючерсным контрактам на коммодитум. Вспомните, что контракт заключается на поставку десяти тонн металла с поставкой в сентябре. И что на начало апреля цена этого контракта на рынке составляет £11 000. Однако существенным моментом здесь является то, что покупатель этого контракта не должен вкладывать все £11 000 при его покупке. На этой стадии он вносит только относительно небольшой депозит, или **маржу**. Это могло бы быть 10% стоимости контракта. На рынке финансовых фьючерсов эта сумма могла бы составлять всего 1% (в некоторых случаях продавцы контрактов тоже должны будут вносить маржу).

В нашем примере мы остановимся на 10%. Огромная часть суммы контракта не оплачивается до тех пор, пока не наступает дата исполнения контракта (в нашем примере в сентябре). Так что наш покупатель одного контракта должен внести только первоначальную гарантийную маржу в сумме £1100. В обмен он получает право на прибыль или убытки от коммодитума стоимостью £11 000. Предположим, что в сентябре цена коммодитума с немедленной поставкой выросла до £14 000 за т. Теперь контракт на 10 т коммодитума с поставкой в сентябре стоит £14 000. Наш покупатель контракта получил прибыль £3000 (текущая стоимость контракта £14 000 минус £11 000, которые он первоначально согласился заплатить за него). Но самый поразительный момент заключается в том, что он получил эту прибыль на свое капиталовложение всего в £1100 — это начальная

маржа, которую он должен был внести. Его доход от этой инвестиции составляет 273%.

В этом случае все прошло хорошо. Но что будет, если цена коммодитума начала падать вскоре после того, как он купил сентябрьский контракт за £11 000 в апреле? Предположим, что цена сентябрьского контракта в начале июня упала до £9900. На бумаге он несет убытки в сумме £1100. Это полностью уничтожает первоначальный депозит или маржу в сумме £1100, который он оставил, и от него требуется предоставить дополнительную маржу — скажем, другие £1100, чтобы пополнить свою маржу после бумажных убытков. Если он не может или не выполняет это **требование о внесении дополнительной маржи (margin call)** (внесение дополнительных наличных), биржа просто **ликвидирует (close out)** его позицию. Другими словами, его контракт будет фактически аннулирован биржей, его бумажные потери станут реальными. Вот почему биржа всегда настаивает на марже и требует, чтобы она пополнялась. Это гарантирует, что инвестор или спекулянт всегда обеспечивает достаточную подушку безопасности, чтобы покрыть все убытки.

В нашем примере покупатель сентябрьского контракта на коммодитум мог бы посчитать, что падение цены в июне было только временным явлением и что цена снова вырастет к сентябрю, чтобы принести ему ожидаемую прибыль. В этом случае он захотел бы внести дополнительную маржу, чтобы «остаться в игре». Заметим, что фьючерсные рынки несут в себе элемент игры в покер. Вы можете быть совершенно уверены, что у вас выигрышный расклад. Но если у вас нет достаточного количества наличных, чтобы остаться в игре, вы все-таки можете проиграть.

Фиксирование прибылей и убытков

До сих пор наш пример предполагал, что покупатель сентябрьского контракта намеревался держать его до наступления даты исполнения в сентябре. Но нет никаких оснований полагать, что дело обстояло именно так. Если цена контракта на коммодитум с поставкой в сентябре к концу июля выросла до £13 000, то он вполне может решить в этот момент зафиксировать свою прибыль. Как он мог бы забрать свою прибыль? Продав идентичный сентябрьский контракт за £13 000 в конце июля. Тогда его прибыль (разумеется, за вычетом расходов) равняется £13 000, которые он получает от продажи контракта, минус £11 000, которые он согласился первоначально заплатить за покупку этого контракта. Но в действительности, как мы поняли, он никогда не платил за контракт полную цену деньгами.

На практике он просто получит чек на сумму своей прибыли и возвратившейся маржи.

Таким образом, никакой коммодитум не переходит из рук в руки. Нет никакой передачи физического металла от продавца к покупателю. И именно этот аспект обычно с трудом понимают новички на фьючерсных рынках. На практике фьючерсные рынки очень редко завершаются физической поставкой лежащего в основе контракта товара (**Лондонская биржа металлов** несколько отличается в этом отношении). Они являются механизмом определения цены товара с различными датами поставки, который позволяет его участникам выиграть (или проиграть) в результате роста или падения цены базового товара. Но они в целом не являются рынками для распространения физического товара. Прибыли или убытки на этих рынках выплачиваются деньгами.

Ставка на падение рынка

Рассматриваемые выше рынки с равным успехом могут использоваться для получения прибыли как от падения стоимости базового продукта, так и от ее роста. Некто, поставивший на падение стоимости коммодитума (или на ее рост, но в меньшей степени, чем ожидает рынок), продал бы контракт вместо того, чтобы его покупать. Предположим, что в апреле он продал сентябрьский контракт на коммодитум за £11 000. И предположим, что цена этого контракта к июлю упала соответственно, скажем, до £9000. Тогда он мог бы купить контракт за £9000 и получить прибыль в £2000.

Необходимо помнить, что контракт является одним и тем же, покупаете ли вы его или продаете. В теории, если вы покупаете, вы соглашаетесь принять поставку 10 тонн коммодитума в сентябре. Если вы продаете, теоретически вы соглашаетесь поставить в сентябре 10 тонн коммодитума. В действительности вы реализуете свою прибыль или убытки с помощью закрытия своей позиции: в этом случае вы делаете противоположное тому, что вы сделали в самом начале сделки. Если первоначально вы купили контракт, вы закрываете свою позицию продажей идентичного контракта. Таким образом, в теории вы сначала согласились принять поставку 10 т металла, а последующей продажей контракта вы теоретически соглашаетесь поставить 10 т коммодитума. Эти два обязательства взаимно погашают друг друга, так что коммодитуму нет необходимости переходить из рук в руки. Аналогичным образом, если вы продали контракт в самом начале, вы закрываете свою позицию последующей покупкой контракта.

Переход к финансовым фьючерсам

Распространение фьючерсного принципа на чисто финансовые продукты, вероятно, было неизбежно. Это позволяет участникам сделки сделать ставку (или защитить себя от этого) на рост или падение стоимости базовых товаров. Этими товарами могли быть государственные облигации, процентные ставки, валюты или акции. Хотя стоимость фьючерса на процентную ставку звучит немного странно, не сильно переживайте о деталях. Фактически создается гипотетический фьючерсный контракт, чья спотовая цена растет или падает в соответствии с тем, движется ли рассматриваемая процентная ставка вверх или вниз (рыночная цена контракта на будущую поставку, разумеется, определяется обычным взаимодействием продавцов и покупателей).

В финансовой прессе вы часто будете замечать, что комментаторы сообщают о происходящем на фьючерсном рынке как прелюдию к рассуждениям о том, что могло бы произойти на **наличном** рынке (**cash market**). Предположим, что есть новости, которые могли бы благоприятно сказаться на золотообрезных ценных бумагах (английские государственные облигации). Спекулянты, которые хотят получить прибыль от роста золотообрезных бумаг, первым делом могли бы прибегнуть к покупке фьючерсов на государственные облигации, потому что в процентном выражении они получили бы более высокую прибыль в результате любого изменения цен, чем прибыль от покупки самих государственных облигаций на фондовом рынке (**наличном** рынке). Поэтому цена фьючерсного контракта на государственные бумаги могла бы начать подниматься, и считается, что цены самих государственных бумаг на наличном рынке могли бы вскоре последовать этому примеру.

Как работают опционы

Представляется, что работу **опционов** с самого начала понять легче, чем работу фьючерсов, хотя в обоих случаях торговые стратегии, которым следуют профессионалы на рынках, могут быть очень сложными. Начнем с обыкновенного опциона на акции. В этом случае опцион дает право купить или право продать акцию в рамках оговоренного периода времени по цене, которая фиксировалась в момент покупки опциона. Технически это так называемый **американский опцион (American option)**. Он является наиболее обычным видом опциона в Великобритании. Так называемый **европейский опцион (European option)** отличается от него тем, что он может быть использован только на определенную дату, а не в любой момент до истечения его срока.

Итак, в начале апреля вы решаете, что акции компании XYZ Holdings, вероятно, резко вырастут в цене в течение следующего месяца или около того. Текущая цена равна 100 пенсам, и вы полагаете, что она могла бы вырасти до 130 пенсов к концу июня. Конечно, вы могли бы купить, скажем, 10 000 акций за £10 000, и, если вы оказались правы, через три месяца ваши 10 000 акций будут стоить £13 000: прибыль составляет £3000, или 30% на ваше капиталовложение. Но для этого вам необходимо иметь 10 000 акций, и, хотя стоимость акций XYZ вряд ли упадет до нуля, теоретически вы рискуете всей суммой £10 000.

Вместо этого вы могли бы предпочесть заплатить, скажем, 10 пенсов с акции за опцион, который дает вам право купить акцию XYZ за 105 пенсов в любой момент на протяжении последующих трех месяцев. Если цена акций компании остается на уровне 100 пенсов, опцион не имеет никакой стоимости и вы теряете 10 пенсов премии, или цену опциона (premium), которую заплатили. Но это максимальная сумма, которую вы можете потерять. Если цена акции все-таки выросла до 130 пенсов, тогда ваш опцион явно имеет стоимость и заслуживает исполнения (exercising): вы получаете право купить за 105 пенсов акцию, которую вы могли бы перепродать за 130.

Предположим, что вы купили опционы на 10 000 акций XYZ Holdings. Общая стоимость опциона при 10 пенсах за акцию составила бы £1000. Когда же цена выросла, вы исполняете свой опцион на покупку 10 000 акций по цене 105 пенсов и немедленно перепродаете их по 130 пенсов, ваша прибыль равна разнице между £13 000 и £10 500. Итак, ваша прибыль составляет £2500, но из нее вы должны компенсировать стоимость вашего опциона в размере £1000. После этого еще остается прибыль в £1500 (до расходов) на ваше первоначальное капиталовложение всего в £1000, или прибыль в 150%, что значительно больше, чем если бы вы просто купили акции. Следует отметить, что опционы являются инвестицией с очень большим рычагом (highly geared investment). Сравнительно небольшое изменение в цене акции приводит к пропорционально значительно более крупному изменению стоимости опциона.

Продажа опционов

Существует и другая сторона этой сделки. Почему кто-то готов согласиться продать акции XYZ по 105 пенсов, если вы исполняете свой опцион? Возможно, это был владелец акций компании XYZ, который придерживается отличной от вас точки зрения на то, как поведет себя цена. Он считает, что акции XYZ вполне справедливо оцениваются в 100 пенсов, и он согласился

бы продать их по этой цене или чуть выше. Но вместо их продажи по 100 пенсов сегодня он мог бы создать или выписать (write) опцион и взять за него 10 пенсов: это тот опцион, который вы купили.

Если цена акции не достигла 105 пенсов, то опцион не выполняется и он остается со своими акциями на руках; при этом он получил бы дополнительные 10 пенсов на акцию в свой карман, чтобы компенсировать себе любое падение цены за акцию. Если цена выросла выше 105 пенсов и опцион исполняется, то он был бы обязан расстаться со своими акциями XYZ по цене 105 пенсов. Но на самом деле он получает 115 пенсов за акцию, поскольку у него есть премия в 10 пенсов с акции. Таким образом, получая премию за опцион в размере 10 пенсов, он сокращает на 10 пенсов свои возможные бумажные потери, если цена акций XYZ падает. Он также ограничивает и свою возможную прибыль, если акции компании растут, потому что максимальная сумма, которую он может получить, — это 115 пенсов: 105 пенсов от продажи акции плюс 10 пенсов за опцион. Выписывая (продавая) опцион как средство хеджирования своего риска, он ограничивает свои возможные потери, но также ограничивает и свою возможную прибыль.

Помните, что в случае фьючерса вы покупаете контракт, если вы ставите на то, что цена вырастет, и продаете контракт, если ставите на падение цены. В любом случае контракт остается тем же самым. В случае опциона вы тоже можете поставить на рост или падение цены. Но в обоих случаях вы покупаете опцион: отличается именно сам опцион. Если у вас настроение быка (bullish), вы покупает опцион колл (call option) (в вышеприведенном примере мы имели в виду опцион колл), который дает вам право купить акции по заранее оговоренной цене. Если у вас медвежье настроение (bearish), вы покупаете опцион пут (put option), который дает вам право продать акции по оговоренной цене.

Традиционные опционы на продажу и покупку акций, которые мы описывали до сих пор, заключаются с одним из фондовых брокеров, специализирующихся в этом бизнесе. Вы можете продавать опционы пут или колл, или двойные опционы (double), которые дают вам право покупать или продавать.

Рынок свободно обращающихся опционов

На сегодняшний день довольно известным является лондонский рынок свободно обращающихся опционов (traded options), теперь действующий под названием Liffe (см. далее). Принцип свободно обращающихся опционов достаточно ясен, если мы

вернемся к нашему примеру с акциями XYZ Co. Вы заплатили 10 пенсов за право купить акции XYZ по 105 пенсов в течение следующих трех месяцев. Вы исполнили опцион, если цена акций выросла выше 105 пенсов. Если она не поднялась, опцион исполнялся (expired) как не имеющий ценности, и вы теряли все свои деньги.

Свободно обращающиеся опционы отличаются от традиционного вида опциона тем, что вы можете купить и продать сам опцион, как если бы это была акция. Таким образом, он трансформируется в обращающийся на рынке производный продукт. Предположим, что через месяц цена на акции XYZ выросла со 100 до 110 пенсов. Опцион колл, за который вы заплатили 10 пенсов, теперь обладает внутренней стоимостью (intrinsic value), потому что он дает вам право купить акцию по этой цене (105 пенсов) ниже ее текущей стоимости (110 пенсов). Поэтому сам опцион теперь почти наверняка будет стоить больше 10 пенсов, которые вы за него заплатили. Отражая рост цены акции, он мог бы теперь стоить, скажем, 15 пенсов. Поэтому вы могли бы продать его в этот момент и забрать свою прибыль без необходимости выполнять опцион. Если цена акций XYZ упала, стоимость опциона также упадет, но вы имели бы шанс продать опцион и зафиксировать свои убытки.

При деньгах и без денег

Те 10 пенсов, которые вы первоначально заплатили за ваш свободно обращающийся опцион на акции XYZ, представляют собой ожидаемую стоимость, или временную (срочную) стоимость опциона (time value). Первоначально в опционе, дающем право на покупку акций по цене 105 пенсов (цена исполнения, exercise price), нет никакой внутренней стоимости, когда цена акции была 100 пенсов. На рыночном жаргоне опцион был без денег (out of the money). С другой стороны, если бы это был опцион колл на покупку акций XYZ по цене 105 пенсов, когда цена акции была 110 пенсов, он был бы в деньгах (in the money) — он уже обладал бы внутренней стоимостью. Опцион на право покупки акции за 105 пенсов, когда цена акции равна 105, находится при деньгах (at the money) — цена исполнения и рыночная цена акции одна и та же. В случае опционов пут все было бы наоборот: опцион в деньгах, когда рыночная цена ниже цены исполнения.

Срочная стоимость опциона разрушается на протяжении его жизни. Возможно, стоит заплатить 10 пенсов за шанс, что цена акции вырастет на необходимую величину в какой-то момент на протяжении последующих трех месяцев. Возможно, не стоит

LIFFE EQUITY OPTIONS

| Option | Calls | | | | Puts | | | | Option | Calls | | | | Puts | | | |
|--------------------------|-------|------|------|------|------|------|------|-----|--------|-------|-----|-----|-----|------|-----|-----|--|
| | Jul | Oct | Jan | Jul | Oct | Jan | Jul | Oct | | Jan | Jul | Oct | Jan | Jul | Oct | Jan | |
| Abbey Natl (*770) | 750 | 41 | 71% | 100% | 15 | 51% | 71% | | | | | | | | | | |
| Aid Dom ex (*3481%) | 330 | 25% | 40% | 80% | 5% | 20 | 32 | | | | | | | | | | |
| Alfred Zurich (*773) | 750 | 34% | 80% | 80 | 9 | 33 | 40 | | | | | | | | | | |
| AstraZenca (*290) | 2900 | 125% | 200 | 300% | 57% | 184 | 228 | | | | | | | | | | |
| BAA (*502%) | 500 | 18 | 42 | 54 | 14 | 31 | 41% | | | | | | | | | | |
| BAT (*437) | 420 | 31 | 52% | 10% | 13 | 33 | 44 | | | | | | | | | | |
| Barclays (*1616) | 1800 | 82 | 136% | 100% | 40 | 111 | 140 | | | | | | | | | | |
| Bass (*706%) | 700 | 20% | 63% | 70% | 21 | 45 | 95% | | | | | | | | | | |
| Boots (*496) | 750 | 9% | 41% | 98 | 51% | 73 | 94% | | | | | | | | | | |
| Br Airways (*380) | 460 | 41 | 80% | 70 | 3% | 18% | 27 | | | | | | | | | | |
| BP Amoco (*619) | 500 | 15 | 28 | 40 | 17 | 33% | 44% | | | | | | | | | | |
| Option | 360 | 28 | 47% | 82% | 8 | 21% | 31% | | | | | | | | | | |
| Cable & Wire (*1118) | 390 | 13 | 33% | 40% | 21+ | 37 | 47 | | | | | | | | | | |
| Option | 800 | 20 | 37% | 75 | 9% | 31 | 41 | | | | | | | | | | |
| CGNU (*1036) | 650 | 7 | 24% | 51 | 35% | 58 | 90% | | | | | | | | | | |
| Corus (*97%) | 650 | 1 | 34% | 51 | 35% | 58 | 90% | | | | | | | | | | |
| EMAP (*1100) | 650 | 1 | 34% | 51 | 35% | 58 | 90% | | | | | | | | | | |
| Glaxo (*1912) | 1900 | 75 | 106 | 220 | 53 | 132% | 167 | | | | | | | | | | |
| HSBC 75p (*746) | 2000 | 34 | 111% | 174 | 112 | 196 | 222% | | | | | | | | | | |
| Halfax (*615) | 700 | 52 | 86 | 100% | 3% | 30 | 47 | | | | | | | | | | |
| ICI (*501) | 750 | 10 | 33% | 80 | 20 | 53 | 70 | | | | | | | | | | |
| Land Secur (*770) | 800 | 31% | 53% | 74% | 15 | 37% | 49% | | | | | | | | | | |
| Marks & S (*237) | 650 | 18 | 32 | 52 | 43% | 98 | 78 | | | | | | | | | | |
| Option | 500 | 28 | 40 | 62% | 17% | 49 | 59 | | | | | | | | | | |
| Option | 550 | 4 | 27% | 44 | 51% | 98 | 90 | | | | | | | | | | |
| Option | 750 | 20 | 84 | 77 | 13% | 31% | 41 | | | | | | | | | | |
| Option | 800 | 12% | 30% | 92 | 40 | 57 | 96 | | | | | | | | | | |
| Option | 230 | 20% | 33 | 48 | 2% | 12 | 15% | | | | | | | | | | |
| Option | 240 | 0% | 22 | 38 | 10% | 21 | 28% | | | | | | | | | | |
| Reed Intl (*540) | 500 | 40% | 75 | 85% | 7% | 29% | 37% | | | | | | | | | | |
| Option | 550 | 19% | 40% | 84 | 28 | 54 | 62% | | | | | | | | | | |
| Reuters (*1178) | 1150 | 80% | 102% | 214 | 49 | 118% | 155 | | | | | | | | | | |
| Royal Bk Scot (*1056) | 1200 | 96% | 140 | 192 | 74% | 145% | 182 | | | | | | | | | | |
| Royal/Sun Al (*395%) | 1050 | 42 | 91 | 127% | 32% | 76% | 99 | | | | | | | | | | |
| Safeway (*251) | 1100 | 21 | 80% | 105% | 61% | 104 | 125% | | | | | | | | | | |
| Sainsbury (*300) | 390 | 17 | 36% | 54 | 12% | 33 | 45 | | | | | | | | | | |
| Sarma (*974) | 420 | 5% | 28 | 41 | 30% | 51 | 62 | | | | | | | | | | |
| Shell Trans (*550%) | 240 | 17 | 28 | 35% | 5 | 13% | 20 | | | | | | | | | | |
| Sigma (*500) | 260 | 6% | 16% | 25% | 15 | 22% | 30 | | | | | | | | | | |
| Stid Charld (*832) | 300 | 13% | 31 | 38 | 12% | 28 | 33 | | | | | | | | | | |
| Option | 900 | 3% | 19% | 27 | 33 | 44 | 51 | | | | | | | | | | |
| Option | 1000 | 46% | 124 | 180 | 90% | 134 | 162% | | | | | | | | | | |
| Option | 550 | 21% | 46 | 61% | 11 | 32 | 42 | | | | | | | | | | |
| Option | 800 | 3% | 23% | 46 | 43% | 61 | 70 | | | | | | | | | | |
| Option | 650 | 98% | 79% | 100% | 18% | 50 | 66 | | | | | | | | | | |
| Option | 900 | 16 | 56 | 82 | 46 | 75 | 94% | | | | | | | | | | |
| Option | 800 | 52 | 90% | 123 | 16% | 52% | 73% | | | | | | | | | | |
| Option | 850 | 25 | 80% | 106 | 36% | 78 | 100 | | | | | | | | | | |
| Option | 800 | 34 | 51 | 73 | 15% | 55 | 66 | | | | | | | | | | |
| Option | 650 | 12 | 39% | 63 | 44% | 87 | 96 | | | | | | | | | | |
| Option | 280 | 19% | 34 | 48 | 10 | 23% | 32% | | | | | | | | | | |
| Option | 300 | 6 | 34% | 37 | 21 | 34 | 43 | | | | | | | | | | |
| Option | 260 | 28% | 31 | 41% | 4 | 16% | 22 | | | | | | | | | | |
| Option | 280 | 9 | 21% | 32 | 13 | 27 | 32 | | | | | | | | | | |
| Option | | Aug | Nov | Feb | Aug | Nov | Feb | | | | | | | | | | |
| Option | 550 | 31% | 52% | 63% | 22 | 45 | 47% | | | | | | | | | | |
| Option | 600 | 12 | 32 | 43 | 53 | 75 | 77 | | | | | | | | | | |
| Option | 3100 | 175% | 280% | 380 | 142% | 238 | 298 | | | | | | | | | | |
| Option | 3200 | 127% | 230% | 341 | 195 | 290 | 348 | | | | | | | | | | |
| Option | 420 | 28% | 34 | 42 | 15 | 26% | 31 | | | | | | | | | | |
| Option | 460 | 6 | 18 | 36% | 41 | 52% | 54% | | | | | | | | | | |
| Option | 420 | 35 | 82 | 86 | 18% | 32% | 41 | | | | | | | | | | |
| Option | 460 | 17% | 34 | 47% | 41 | 54% | 52 | | | | | | | | | | |
| Option | 650 | 77% | 114% | 143% | 44 | 77 | 102 | | | | | | | | | | |

Пример 18.1 Свободно обращающиеся опционы на акции английских компаний, которые продаются на Liffe в Лондоне. Источник: *Financial Times*

платить эту сумму, если осталась только неделя до исполнения опциона. Поэтому рыночная цена опциона обычно будет постепенно падать с течением времени, если только рыночная цена не изменяется в правильном направлении (вверх для опциона колл и вниз для опциона пут).

Продажа непокрытых опционов

Хотя мы видели, что покупатель опциона на акции — в отличие от покупателя фьючерсного контракта — по крайней мере, знает, каким будет его максимальный убыток, даже такой рынок может принести огромные убытки для продавца (writer) или создателя опциона. И все же продажа опциона на акции, которыми

вы владеете, представляет собой консервативную стратегию хеджирования. Продажа же **непокрытых (голых) опционов (naked option writing)**, т. е. продажа опционов, когда у вас еще нет позиции, которую вы хотите хеджировать, является совершенно другим делом. Возможно, она является самой опасной.

В конце 1980-х гг. ближе к концу бума на фондовом рынке Лондона многие мелкие инвесторы были неверно информированы о том, что они могут получить безрисковые деньги при помощи выписывания глубоких опционов пут без денег на английские акции. Другими словами, за премию в несколько пенсов на акцию они обязывались покупать, если возникла необходимость это сделать, базовые акции по фиксированной цене со скидкой 25% или ниже к уровню рыночных цен в то время. Возможность того, что рынок упадет настолько глубоко, отбрасывалась как невероятная. Затем наступил кризис октября 1987 г. (см. главу 7), когда акции английских компаний упали более чем на 36% от своего пикового значения. Таким образом, продавцы опционов были обязаны покупать акции по цене, которая была выше их стоимости, что принесло многим из них убытки, которые выходили далеко за пределы имеющихся у них совокупных финансовых ресурсов. Урок: если вы не финансовый институт с очень глубокими карманами, не продавайте голых опционов.

Хеджеры и спекулянты

Несомненно, что наши продавцы непокрытых опционов были спекулянтами — хотя они могли не осознавать этого, пока не стало слишком поздно. Однако примеры, которые обычно приводятся в отношении методов торговли на рынке фьючерсов и опционов, имеют тенденцию подчеркивать **страховую (hedging)** природу подобных операций: использование этих рынков для того, чтобы защитить себя от существующих в бизнесе рисков. Но где мы должны провести линию между **хеджерами** и **спекулянтами**?

Давайте посмотрим на эту разницу в контексте фьючерсных рынков. В нашем примере с фьючерсами на коммодитум обе стороны сделки занимали позицию для хеджирования. Добытчик собирался продавать коммодитум и хотел привязаться к известной цене. Фабрикант собирался покупать коммодитум и хотел зафиксировать известную цену. Оба участника хеджировали известный риск. Если цена на коммодитум росла, фабрикант больше заплатил бы за этот товар, но он получил бы прибыль по приобретенному фьючерсному контракту, которая компенсирует этот рост цены. Если бы цена упала, горнодобывающая компания за счет прибыли от фьючерсного контракта компен-

сировала бы свои потери от более низкой цены, по которой она продала свой реальный товар.

Но наш фабрикант с равным успехом мог бы приобрести такой фьючерсный контракт у спекулянта, а не у производителя коммодитума. Этот спекулянт мог в жизни не иметь дела с коммодитумом. Он даже мог бы не знать, как он выглядит. Это не имеет значения: он следит за движениями рынка на коммодитум. И если он считает, что цена собирается падать, то он продает контракт. Так как у него нет коммодитума на продажу, его позиция является незастрахованной. Если он понесет убытки от фьючерсного контракта, то у него не будет прибыли от продажи реального металла, чтобы компенсировать свои потери. На практике существуют разные способы, которыми он мог бы застраховать свою позицию до некоторой степени на фьючерсном рынке, но мы их здесь не будем рассматривать. Он принимает на себя очень большой риск.

Если он продает сентябрьский контракт за £11 000, а цена к сентябрю падает до £9000, все хорошо, так как он получает прибыль в £2000 на свое небольшое вложение. Но что произойдет, если взрыв выведет из строя крупнейшую шахту по добыче коммодитума и рынку будет угрожать дефицит этого металла? Цена могла бы взлететь вверх. Предположим, что цена сентябрьского контракта увеличилась более чем в два раза, до £24 000. Он должен будет купить контракт за £24 000, чтобы выполнить свое обязательство по доставке согласно контракту ценой в £11 000, убыток в £13 000. И у него нет никакой защиты в виде собственности на запас данного металла, который мог бы значительно прибавить в стоимости.

По-видимому, прямые ставки подобного рода — хотя и на рынке финансовых фьючерсов — стояли за крахом торгового банка *Barings* в начале 1995 г. В этом случае подразделение банка в Сингапуре делало ставку на рост, а не на падение. Поэтому оно покупало контракты, вместо того чтобы их продавать. Ставки делались за свой собственный счет. Основным «товаром», на который делались ставки, был Токийский фондовый индекс. Банк покупал фьючерсные контракты, чья стоимость выросла бы, если бы индекс японских акций *Nikkei* вырос бы. Вместо этого он камнем рухнул вниз, что частично объяснялось землетрясением в Киото. Открытые позиции были не застрахованы реальными японскими акциями в портфеле банка. Поскольку стоимость акций, представленных фьючерсными контрактами, составляла многие миллионы фунтов стерлингов, маловероятно, что они были бы выполнены. Убытки банка по фьючерсным контрактам оценивались в £800 млн и выше. Поэтому *Barings* прекратил существовать как самостоятельная экономическая единица.

Рынки финансовых фьючерсов

Есть два способа торговли финансовыми деривативами. Это внебиржевой рынок (OTC) производных продуктов, которые создаются и продаются преимущественно банками (см. главу 14) и могут подгоняться под индивидуальные требования клиента. И есть стандартизированные производные продукты, которые продаются на специальных фьючерсных рынках. Именно последние мы и рассматриваем в данной главе. Основным фьючерсным рынком (futures market) Великобритании, наиболее тесно связанным с рынками ценных бумаг, является Лондонская международная биржа финансовых фьючерсов и опционов (London International Financial Futures and Options Exchange, Liffe). Это один из крупнейших рынков мира, хотя он всегда идет вслед за Чикагской биржей и Чикагской товарной биржей в Соединенных Штатах Америки. Финансовые фьючерсы в любом отношении являются наиболее быстро развивающимся бизнесом. Новые типы контрактов достаточно часто вводятся и отменяются, если они не вызывают достаточного интереса. Аналогичным образом разные фьючерсные биржи сильно конкурируют друг с другом, и поэтому возможны быстрые изменения в состоянии их относительного статуса. В конце 1990-х гг. Liffe оказалась под сильным конкурентным давлением со стороны европейского рынка Eurex — совместного предприятия немецких и швейцарских фондовых бирж, имеющего торговые связи с другими фьючерсными рынками. Это стимулировало перестройку на Liffe и переход от традиционной торговой системы «торговли с голоса» к более современной электронной системе (см. далее). В конце века продукты Liffe охватывали пять разных валют. Она также предлагала различные производные продукты, основанные на облигациях, краткосрочных процентных ставках, свопах, акциях и индексах акций и на товарах. Liffe присоединила к себе рынок свободно обращающихся опционов (Traded Options Market) (предлагающий опционы на акции ведущих компаний), который первоначально был частью Лондонской фондовой биржи, а также приобрела Лондонскую товарную биржу (London Commodity Exchange), торгующую опционами на мягкие (soft) (продовольственные) товары, такие как какао, кофе, белый сахар и другие. Биржа Liffe также действует на рынке BIFFEX, торгующем фьючерсами на фрахт (fright futures), ранее отделения Балтийской биржи (Baltic Exchange).

Членами Liffe в основном являются филиалы финансовых институтов — банков, учетных домов, фондовых брокеров. Однако среди членов встречаются и отдельные трейдеры, или местные (local), которые работают за свой счет. Сегодня Liffe для большинства своих финансовых продуктов использует электронную торговую систему под названием Liffe Connect, которая

может приносить вполне ощутимые выгоды, но которая лишила посетителей лондонских финансовых рынков одного из самых красочных спектаклей. Старая система торговли «с голоса» включала в себя трейдеров в цветных куртках (разные цвета и значки обозначали их принадлежность к родительской фирме), кричащих и сигнализирующих друг другу через различные торговые ямы на торговом полу. В наиболее активные периоды это место напоминало сумасшедший дом.

Финансовые фьючерсные контракты

Подобно товарным фьючерсам, которые могут использоваться как для хеджирования существующих рисков, так и для прямой спекулятивной ставки, то же самое могут выполнять и финансовые фьючерсы. Структура каждого контракта строится по-своему, но принцип построения един. Проиллюстрируем его на контракте по долгосрочным государственным облигациям (long gilt contract).

Размер этого контракта составляет номинальная стоимость £100 000, а цена выражается в терминах условной 7%-ной долгосрочной государственной облигации номиналом £100. Минимальный шаг, на который может изменяться цена (тик, tick), составляет 0,01%, а 0,01% от £100 000 равняется £10. Покупатель контракта теоретически покупает государственную облигацию номиналом £100 000 с поставкой в будущем (пусть это будет июнь).

Если долгосрочные ставки процента падают, рыночная стоимость июньского контракта, вероятно, возрастет, потому что государственные облигации будут расти по стоимости. Предположим, что инвестор купил этот контракт за 110,31. Если цена в дальнейшем вырастет до 113,22, он мог бы продать контракт за 113,22, чтобы закрыть свою позицию. Он получил бы прибыль в 291 тик, что при £10 за тик дает выигрыш в £2910. Начальная маржа по контракту на долгосрочные бумаги — во время его продажи — равна £1500, так что любой, кто купил бы контракт, получил бы прибыль в 94%. Финансовые фьючерсные контракты очень редко завершаются реальной поставкой. Покупатель контракта просто закрывает свою позицию продажей идентичного контракта и фиксирует прибыль или убытки.

Такой же принцип применяется и к контрактам на процентные ставки или на индекс акций FTSE. Используя фьючерсы, можно застраховаться от роста процентных ставок. Стоимость контракта на процентную ставку падает, если сама процентная ставка растет. В основном происходит так же, как и в случае с контрактом по государственной облигации. Вы покупаете контракт, если ставите на падение процентных ставок, и продаете контракт, если ожидаете их роста. Технологии, используемые фьючерсным трейдером, могут

быть весьма сложными. Но наиболее важным моментом в комментариях прессы является то, что изменение цен на фьючерсном рынке иногда будет давать предварительное предупреждение о вероятных ценовых тенденциях на самом фондовом рынке (наличный рынок) или в процентных ставках.

Опционы, торгуемые на Liffe

Рынок свободно обращающихся опционов предлагает опционы на акции 75 ведущих компаний, включая основные приватизационные акции. Он также предлагает опционы и фьючерсы на индекс FTSE 100 (Footsie) и ряд других английских и международных индексов курсов акций. Footsie — это индекс курсов акций 100 ведущих английских компаний, и опцион является, таким образом, способом сделать ставку на движение всего рынка в целом.

Для каждой компании существуют опционы с различными ценами исполнения (exercise prices). *Financial Times* публикует их таблицу под заголовком «Liffe equity options». Цена исполнения указывается в колонке, следующей сразу за названием компании, и по каждой цене даются цены для опционов пут и колл. Смысл состоит в том, чтобы для каждой компании дать, по крайней мере, один опцион без денег и один в деньгах. По каждой цене есть опционы с разной продолжительностью. Обычно первоначально они выпускаются на срок три, шесть или девять месяцев. Когда срок обращения трехмесячного опциона истекает, у 6-месячного остается еще три месяца до окончания срока, предыдущий 9-месячный проживет еще полгода, а вместо него выпускается новый опцион на 9 месяцев. Например, опционы на акции British Telecom имеют даты исполнения в феврале, марте, августе и ноябре — в любое время доступны только три из них. Другие используют свои циклы, чтобы избежать ситуации, при которой все опционы имели бы одинаковую дату исполнения.

Предлагаемая цена — это средняя цена за опцион на одну акцию, но сделки заключаются в контрактах, которые обычно состоят из опционов на 1000 акций. Под названием компании показывается цена предыдущего дня на сами акции.

Из-за наличия рычага (левериджа) ценовые колебания в свободно обращающихся опционах могут быть очень большими и происходить очень быстро. Существуют теоретические модели для расчетов цены опционов относительно цены на базовую акцию, и профессионалы активно пользуются преимуществами небольших аномалий. Иногда наблюдается очень высокая активность по опционам на акции компаний, которые упоминаются в новостях — в особенности это касается кандидатов на слияния и поглощения.

BOND FUTURES AND OPTIONS

France

■ NOTIONAL EURO BOND FUTURES (MATIF) €100,000

| | Open | Sett price | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|-------|------------|--------|-------|-------|----------|-----------|
| Sep | 86.40 | 86.47 | -0.08 | 86.73 | 86.38 | 222,151 | 431,772 |
| Dec | - | 85.85 | -0.14 | - | - | - | - |

Germany

■ NOTIONAL EURO BOND FUTURES (EUREX) €100,000 100ths of 100%

| | Open | Sett price | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|--------|------------|--------|--------|--------|----------|-----------|
| Sep | 105.19 | 104.94 | -0.22 | 105.29 | 104.91 | 565,590 | 526,402 |
| Dec | 104.75 | 104.59 | -0.21 | 104.80 | 104.69 | 4,034 | 13,752 |

■ NOTIONAL EURO BOND (BOBL) FUTURES (EUREX) €100,000 100ths of 100%

| | Open | Sett price | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|--------|------------|--------|--------|--------|----------|-----------|
| Jun | 103.04 | 102.93 | -0.11 | 103.10 | 102.90 | 188,956 | 278,608 |

Italy

■ NOTIONAL ITALIAN GOVT. BOND (BTP) FUTURES (LIFFE)* Ura 200m 100ths of 100%

| | Open | Sett price | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|------|------------|--------|------|-----|----------|-----------|
| Sep | - | 102.56 | +0.02 | - | - | 0 | 0 |

Spain

■ NOTIONAL SPANISH BOND FUTURES (MEFF) €100,000

| | Open | Sett price | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|-------|------------|--------|-------|-------|----------|-----------|
| Sep | 88.90 | 88.82 | - | 88.95 | 88.67 | 1,649 | 8,262 |

UK

■ NOTIONAL 5 YEAR GILT FUTURES (LIFFE) €100,000 100ths of 100%

| | Open | Sett price | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|------|------------|--------|------|-----|----------|-----------|
| Jun | - | 104.20 | -0.09 | - | - | 0 | 0 |
| Sep | - | 104.75 | +0.01 | - | - | 0 | 0 |

■ NOTIONAL UK GILT FUTURES (LIFFE)* €100,000 100ths of 100%

| | Open | Close | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|----------|-----------|
| Jun | 113.81 | 113.40 | -0.15 | - | 113.40 | 168 | 5075 |
| Sep | 113.35 | 113.33 | +0.12 | 113.48 | 112.97 | 16559 | 56709 |

All Open Interest figs are for previous day

■ LONG GILT FUTURES OPTIONS (LIFFE) €100,000 100ths of 100%

| Strike Price | CALLS | | | PUTS | | |
|--------------|-------|------|------|------|------|------|
| | Aug | Sep | Oct | Aug | Sep | Oct |
| 11250 | 1.23 | 1.55 | 1.77 | 0.40 | 0.72 | 0.95 |
| 11300 | 0.92 | 1.26 | 1.49 | 0.59 | 0.93 | 1.17 |
| 11350 | 0.66 | 1.00 | 1.24 | 0.83 | 1.17 | 1.42 |
| 11400 | 0.46 | 0.79 | 1.02 | 1.13 | 1.46 | 1.70 |
| 11450 | 0.30 | 0.60 | 0.82 | 1.47 | 1.77 | 2.00 |
| 11500 | 0.19 | 0.45 | 0.66 | 1.86 | 2.12 | 2.34 |

Est. vol total Calls 0 Puts 0 Previous day's open Int. Calls to Puts 0

US

■ US TREASURY BOND FUTURES (CBT) \$100,000 32nds of 100%

| | Open | Sett price | Change | High | Low | Est. vol | Open Int. |
|-----|-------|------------|--------|-------|-------|----------|-----------|
| Sep | 96-26 | 96-15 | -0-10 | 97-01 | 96-05 | 129,769 | 363,491 |
| Dec | 96-30 | 96-13 | -0-11 | 96-30 | 96-05 | 32 | 4,072 |
| Mar | - | 96-12 | -0-11 | - | - | - | 565 |

Пример 18.2. Фьючерсные и опционные контракты по государственным облигациям на различных рынках. Источник: *Financial Times*

SOFTS

■ COCOA LIFFE (10 tonnes £/tonne)

| | Sett | Day's | High | Low | Vol | Open |
|-------|-------|--------|------|-----|-------|---------------|
| | price | change | | | | int |
| Jul | 599 | +2 | 599 | 595 | 573 | 14 284 |
| Sep | 622 | +2 | 622 | 616 | 1 355 | 34 301 |
| Dec | 660 | +3 | 660 | 656 | 1 050 | 41 070 |
| Mar | 679 | +1 | 678 | 675 | 450 | 30 456 |
| May | 694 | +1 | 694 | 690 | 170 | 19 222 |
| Jul | 709 | +1 | | | | 5 919 |
| Total | | | | | | 3 737 174,963 |

■ COCOA CSCE (10 tonnes \$/tonnes)

| | | | | | | |
|-------|-----|----|-----|-----|-------|---------------|
| Jul | 812 | +4 | 819 | 808 | 22 | 336 |
| Sep | 834 | +5 | 844 | 830 | 6 526 | 42 008 |
| Dec | 869 | +4 | 879 | 866 | 2 002 | 24 851 |
| Mar | 902 | +4 | 913 | 900 | 294 | 9 277 |
| May | 925 | +4 | 935 | 925 | 111 | 6 556 |
| Jul | 949 | +4 | 955 | 955 | 101 | 7 674 |
| Total | | | | | | 9,358 111,847 |

■ COCOA (CCO) (SDR \$/tonne)

| Jun 27 | Price | Prev day |
|--------|--------|----------|
| Daily | 697.93 | 689.83 |

■ COFFEE LIFFE (5 tonnes \$/tonne)

| | | | | | |
|-------|-----|-----|-----|-------|--------------|
| Jul | 850 | 861 | 849 | 4 323 | 10 192 |
| Sep | 878 | 891 | 878 | 2 799 | 35 659 |
| Nov | 898 | 909 | 899 | 635 | 11 852 |
| Jan | 918 | 929 | 920 | 75 | 3 674 |
| Mar | 937 | 952 | 942 | 64 | 1 065 |
| May | 956 | | | | 855 |
| Total | | | | | 7,886 63,287 |

■ COFFEE 'C' CSCE (37 500lbs cents/lbs)

| | | | | | | |
|-------|--------|------|--------|--------|-------|--------------|
| Jul | 87.65 | 0.85 | 89.25 | 87.30 | 374 | 935 |
| Sep | 90.10 | 0.70 | 92.00 | 89.50 | 4 918 | 34 765 |
| Dec | 94.30 | 0.70 | 95.90 | 93.75 | 764 | 7 789 |
| Mar | 98.60 | 0.90 | 100.00 | 98.50 | 246 | 3 255 |
| May | 100.80 | 0.90 | 101.25 | 101.25 | 29 | 663 |
| Jul | 103.05 | 0.90 | | | 15 | 171 |
| Total | | | | | | 6 411 47 738 |

Пример 18.3 Цены «мягких» товаров с будущей поставкой Источник *Financial Times*

Товарные рынки

Основные лондонские товарные рынки делятся между металлами и мягкими товарами. Металлы торгуются на Лондонской бирже металлов (LME), а «мягкие» товары котируются на Liffe.

Медь, свинец, цинк, никель, олово, серебро, алюминий и алюминевые сплавы — все они торгуются на LME, которая является центром мировой торговли металлами, не содержащими железо. Торговля ведется членами дилингового круга (ring dealing members), которые выполняют собственные или клиентские заказы на основе свободной торговли с голоса во время торговых сессий, которые длятся пять минут по каждому металлу и проходят четыре раза в день. Официальная цена на металл за

COMMODITIES PRICES

BASE METALS

LONDON METAL EXCHANGE

(Prices from Amalgamated Metal Trading)

■ ALUMINIUM, 99.7 PURITY (\$ per tonne)

| | Cash | 3 mths |
|----------------------|-------------|-----------|
| Close | 1572.5 73.5 | 1593.94 |
| Previous | 1574.5 5.5 | 1593.4 |
| High/Low | | 1600/1567 |
| AM Official | 1574.5 | 1593.4 |
| Kerb close | | 1597.98 |
| Open int | 283.967 | |
| Total daily turnover | 94.472 | |

■ ALUMINIUM ALLOY (\$ per tonne)

| | | |
|----------------------|---------|-----------|
| Close | 1230.33 | 1269.70 |
| Previous | 1230.40 | 1270.80 |
| High/Low | | 1280/1278 |
| AM Official | 1236.8 | 1275.6 |
| Kerb close | | 1277.79 |
| Open int | 8.071 | |
| Total daily turnover | 2.702 | |

■ LEAD (\$ per tonne)

| | | |
|----------------------|-----------|---------|
| Close | 418.9 | 434.5 5 |
| Previous | 419.21 | 435.7 |
| High/Low | | 437/435 |
| AM Official | 418.5 9 0 | 435.5 5 |
| Kerb close | | 437.8 |
| Open int | 39.350 | |
| Total daily turnover | 9.454 | |

■ NICKEL (\$ per tonne)

| | | |
|----------------------|-----------|-----------|
| Close | 8010.20 | 7830.40 |
| Previous | 8040.50 | 7840.50 |
| High/Low | | 7880/7720 |
| AM Official | 7990.8000 | 7840.50 |
| Kerb close | | 7850.60 |
| Open int | 56.842 | |
| Total daily turnover | 16.702 | |

■ TIN (\$ per tonne)

| | | |
|-------------|----------|-----------|
| Close | 5490.500 | 5530.35 |
| Previous | 5495.500 | 5520.25 |
| High/Low | | 5540/5520 |
| AM Official | 5480.90 | 5525.30 |
| Kerb close | | 5520.25 |
| Open int | 19.995 | |

Пример 18.4 Наличные и трехмесячные цены на некоторые металлы продаваемые на Лондонской бирже металлов Источник *Financial Times*

день — это цена, установленная в конце утренней сессии. После продажи металлов по отдельности устраивается дополнительная внебиржевая торговая сессия (kerb trading session), на которой могут продаваться любые металлы. Но наравне с торговлей в круге ведется и активное заключение сделок по телефону теми же членами дилингового круга, а также брокерами до и после официальных сессий, фактически обеспечивающее заключение сделок на протяжении всех 24 часов.

Вдобавок к членам круга существуют коммиссионные дома (commission houses), которые предлагают брокерские услуги для

всех инвесторов и спекулянтов на товарных рынках. Они ведут свои дела через членов круга.

Торговля на LME является смесью **реальной** и **форвардной** или **фьючерсной** торговли. Цена устанавливается для каждого металла с немедленной поставкой (**наличная** цена или **цена спот**), а также устанавливается цена с поставкой через 3 месяца. Можно также договориться о цене на любой срок внутри этого периода. Сегодня по некоторым металлам можно заключать сделки и на срок до 27 месяцев вперед. Фьючерсная цена устанавливается на стандартный контракт (например, 25 тонн меди) с металлом определенного качества. На LME существуют и официальные опционы на фьючерсные контракты, которые быстро росли в последние годы. *Financial Times* дает как наличные, так и трехмесячные цены на металлы на LME и их изменение в течение дня. Обычно трехмесячная цена выше наличной цены (ситуация **contango**), поскольку покупатель избавляется от финансовых издержек на срок три месяца. **Баквардэйшн (backwardation)** — это ситуация, при которой наличная цена превышает трехмесячную цену.

В Лондоне также находится ведущая энергетическая биржа. **Международная нефтяная биржа (International Petroleum Exchange, IPE)** предлагает фьючерсные контракты, а в некоторых случаях и опционы на ряд нефтяных продуктов: **сырой брент, бензин, природный газ и твердое топливо.**

Балтийская биржа (Baltic Exchange) является традиционным рынком для заключения сделок о фрахте судов, хотя, как мы уже видели, фьючерсные контракты на фрахт ушли на Liffe.

Интернет-ссылки

Liffe имеет информационный сайт www.liffex.com/, и подобный сайт есть и у Eurex, Европейской биржи деривативов, www.eur-exchange.com/. Международная нефтяная биржа имеет сайт www.ipe.uk.com/. Свои сайты есть и у ведущих американских бирж: www.cbot.com/ и www.choe.com/. Информацию по Лондонской бирже металлов можно найти на сайте www.lme.co.uk/, а сведения о крупнейшей товарной бирже, Нью-Йоркской товарной бирже, можно обнаружить на сайте www.nymex.com/. Многие брокерские и аналогичные фирмы используют Интернет, чтобы предлагать свои услуги в торговле фьючерсами и опционами — на валюты, финансовые продукты и товары — частным инвесторам. Помните, что рычаг, встроенный в производные инструменты, делает заключение подобных сделок высокорискованным делом, а комиссионные платежи могут быть очень большими.

Глава 19. Страхование и Ллойд после неприятностей

Лондонский Ллойд — международный страховой рынок — является одним из старейших институтов Сити. Но за последнее десятилетие миллениума он, возможно, пережил больше изменений, чем за всю свою 300-летнюю историю. Традиционно этот рынок поддерживался капиталами состоятельных частных лиц, но сегодня Ллойд получает значительную часть необходимых денег от корпоративных членов, хотя некоторые состоятельные частники еще сохранились. Эти изменения последовали после череды коммерческих несчастий и скандалов, которые прокатились по этому почтенному институту с конца 1970-х до начала 1990-х гг., уничтожив богатство многих его «инвесторов». В начале 90-х появилась шутка, которая суммировала эту эру. Вопрос: Как заработать немного деньжонок в Ллоиде? Ответ: Начните с больших деньжищ.

Сегодня Ллойд надеется, что худшие дни уже позади, хотя коммерческие риски, присущие страховому бизнесу, неизбежны всегда. Фактически Ллойд нашел способ подвести черту под своими финансовыми трудностями в период до 1992 г. — к точному механизму мы вернемся позднее. Но мы не сможем понять современный Ллойд, не посмотрев на ту систему, в соответствии с которой он традиционно работал и которая все еще остается ядром его структуры.

Начнем с собственно страхового бизнеса. Его очертания достаточно просты. Здесь мы говорим об **общем страховании (general insurance)** — **гарантировании** риска ущерба или разрушения судов, самолетов, недвижимости и т. д., а не о страховании жизни, которое является отдельным видом бизнеса и в большей степени является частью мира сбережений и личных финансов. Страховщик устанавливает **премию (premium)** соразмерно своим взглядам на риск, который он страхует, и надеется, что все **премии, которые он получает, в сумме будут превышать все требования (claims), которые он должен оплатить.** Если он оказывается прав, то получает **страховую прибыль (underwriting profit)**. Но он не полагается только на доход от премий (**premium in-**

come). Деньги, которые он получает в виде страховых премий, приносят ему доход до тех пор, пока он не должен выплатить их по предъявленным требованиям. Так что дополнительно к взносам он получает еще **инвестиционный доход**, который может помочь ему компенсировать убытки, понесенные им в ходе страховой деятельности. До момента поступления страхового требования часто проходит несколько лет, так что страховщик может использовать эти деньги в течение значительного времени (бизнес, при котором требования могут возникать много времени спустя после страхования, называется **хвостатым бизнесом (long-tail business)**).

Когда страховщик обеспокоен размером гарантируемого риска, он может отказаться от части своей ставки (аналогично букмекерам) за счет его **перестрахования (reinsuring)** у другого страховщика. Так, первоначальный страховщик может сказать: «Я беру на себя первые £10 млн любого убытка, **перестраховщик (reinsurer)** возьмет на себя следующие £10 млн, а я покрываю все, что свыше этой суммы». Очевидно, что часть страховой премии должна перейти в руки перестраховщика. Многие крупные риски также будут с самого начала распределяться между рядом страховщиков, каждый из которых берет на себя определенную часть ответственности.

Принцип во многом остается тем же самым, является ли начальный страховщик компанией или Ллойдовским **синдикатом (syndicate)**. Большая часть страхового бизнеса в Великобритании ведется страховыми компаниями, особенно в отношении наиболее стандартных типов бизнеса, таких как страхование домов или автомобильная страховка. Ллойд лучше всего известен в области морского страхования и в страховании необычных видов риска.

Страхование имеет свои циклы. Когда бизнес выглядит прибыльным, растет конкуренция, тем самым снижая сумму премий. Предприятие становится все менее прибыльным, пока все отрасли резко не скатятся к убыткам. Затем конкуренция прекращается, премии могут снова возрасти, и обновленный бизнес становится прибыльным. Понятие **страхового цикла** применяется к компаниям общего страхования точно так же, как и к Ллоиду, но убытки Ллойда в конце 80-х — начале 90-х гг. совершенно не соответствовали обычному **циклу страхования (underwriting cycle)** (см. рис. 19.1).

Как работает капитал Ллойда?

Страховая компания полагается на собранные страховые премии плюс собственные средства для покрытия рисков, которые

она страхует (хотя часть этого риска она могла отдавать на перестрахование). Ллойд, хотя его члены тоже использовали перестрахование, традиционно работал на основе другого принципа. Как мы видели, этот принцип претерпел важные изменения, но эти изменения будет легче оценить, если мы сначала разберем традиционную схему.

Члены Ллойда подразделялись на действующих членов, которые вели страховой бизнес (соглашались страховать риски, которые к ним приносили), и недействующих членов, которые закладывали свое личное богатство, чтобы ответить по возможным убыткам. Удивительно, но недействующие члены тоже назывались «страховщиками», и оба вида членов, которые рисковали своим состоянием, были известны как **Имена (names)**.

Имена не вкладывали в дело большие суммы денег. Вместо этого они давали поручительство по всем рискам, которые были застрахованы Ллойдом. Другими словами, они всем своим состоянием гарантировали удовлетворение требований, если в этом возникала бы необходимость. Они рассчитывали, что премии и инвестиционный доход будут перевешивать требования и что им никогда не придется выкладывать свои деньги. Но если беда шла за бедой, они могли бы встать перед необходимостью продать все, чем они владели, для покрытия убытков — хотя возможно было застраховаться и против этого риска тоже.

Красота этой системы, когда все шло согласно плану, была в том, что богатство могло бы работать дважды, а иногда и большее число раз. Чтобы стать Именем, человек должен был быть в состоянии показать минимальный размер богатства (исключая свой дом и некоторые другие виды активов): в 1999 г. эта сумма составляла £350 000. Но та сумма, которую он должен был иметь в наличных деньгах, была значительно меньше. Так что заметная часть этих £350 000 могла бы быть, скажем, инвестирована в акции и облигации и приносить доход для своего владельца. Одновременно она предоставлялась в качестве необходимого обеспечения для страхования рисков, которые страховались синдикатом. Когда страховой бизнес синдиката приносил прибыль, владелец Имени получал свою часть этих денег.

В прошлом также присутствовали и существенные налоговые преимущества, в которых заключалась одна из привлекательных сторон для получателей большого дохода и богатых людей. Некоторые из средств, используемых на страховом рынке, позволяли платить налог по более низкой ставке, чем мог бы заплатить участник синдиката в другом случае. Снижение максимальной ставки подоходного налога до 40% в Бюджете 1988 г. отчасти разрушило эти налоговые преимущества обладания Именем члена Ллойда.

Структура синдиката

В теории все члены Ллойда действовали как отдельные лица. На практике же они группировались (и до сих пор продолжают группироваться) в **синдикаты**. Одно Имя могло распределить свой риск за счет принадлежности к разным синдикатам. **Действующий страховщик**, или **гарант (working underwriter)**, который был профессионалом Ллойда, соглашался страховать риски от имени синдиката. Дела доставлялись к нему **брокером Ллойда (Lloyd's broker)**, который представлял клиента, желающего получить страховку, и чьей обязанностью было получить ее на самых лучших условиях. Имя представлялось своему синдикату или синдикатам **членским агентом (member's agent)**, который должен был присматривать за его интересами. **Агент-распорядитель (managing agent)** следил за организационной стороной бизнеса синдиката. **Страховые агентства (underwriting agencies)** иногда объединяли агентств-распорядителей и членских агентов в одну организацию. Отчеты подписывались (и продолжают подписываться) через три года, к которому они относятся, из-за продолжительного времени, требуемого для оценки требований. Так, результаты страхования за 1997 г. были объявлены в мае 2000 г.

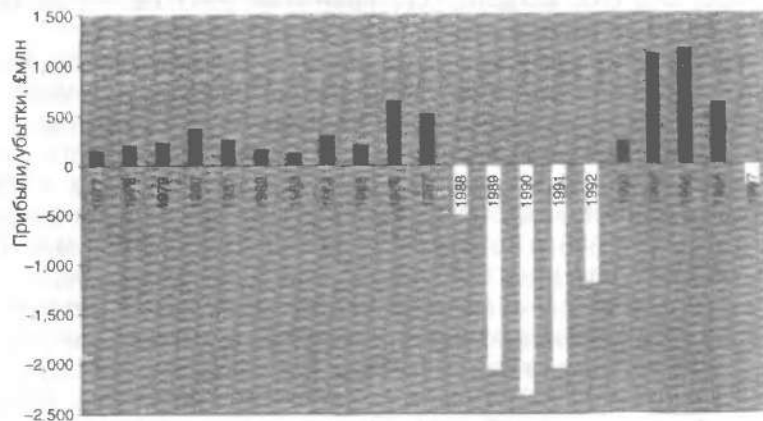


Рис. 19.1. Прибыли/убытки до уплаты налогов членов Ллойда. Огромные убытки Ллойда в конце 1980-х и начале 1990-х гг. унесли с собой многие Имена, которые инвестировали свои деньги. Следовательно, они не могли получить выгоды, когда после 1993 г. восстановился более нормальный страховой цикл. Источник: *Lloyd's of London*

Скандалы и регулирование

В прошлом Ллойд регулировал все свои дела в соответствии с актом парламента. Самое последнее законодательство по это-

му вопросу — это Закон о Ллойде 1982 г., принятый в ответ на скандалы конца 1970-х и начала 1980-х гг. Но на протяжении долгого времени существовало давление с целью перевести Ллойд под такой же режим регулирования, как и все остальные институты Сити. С 1999 г. регулирующим органом для Ллойда планировалось сделать **Управление по финансовому надзору**.

Закон о Ллойде 1982 г. был принят не для решения проблемы возможного конфликта интересов в структуре рынка, а для борьбы со скандалами, которые распались на несколько категорий. В центре проблемы находилось сильное подозрение, что некоторые из рыночных профессионалов сами обогащаются за счет пассивных инвесторов — внешних имен, чье богатство и позволяло работать рынку. Брокеры злоупотребляли чрезмерным давлением на синдикаты в целях расчетов по сомнительным требованиям. Некоторые страховые агенты вели более широкий бизнес, чем тот, гарантировать который был уполномочен синдикат, тем самым подвергая его риску чрезмерных убытков. Перестрахование осуществлялось через **офшорные компании**, акционерами которых были действующие члены, о чем они не сообщали Именам, и которые могли быть высокоприбыльными. Существовало и подозрение в отношении **дочерних синдикатов (baby syndicates)**, чьими членами были профессионалы Ллойда и к которым могли направляться самые прибыльные сделки. Многие страховые агенты управляли **параллельными синдикатами (parallel syndicates)**, при этом риск одного синдиката мог покрываться за счет другого.

Были случаи, когда участники подозревались в обмане, или еще более худшие случаи прямого воровства денег, принадлежащих Именам. Проблемой для тех Имен, которые много потеряли в результате этих скандалов, было осознание того факта, что они пострадали из-за нарушений правил Ллойда или мошенничества (в случае которого они могли бы рассчитывать на компенсацию от Ллойда), а не только от плохого менеджмента (в случае которого они бы должны были взять на себя убытки, если только им не удалось отбиться от возложения на них подобных требований в суде). В самом крупном деле того времени — деле синдикатов PCW — Имена столкнулись с убытками, насчитывающими сотни миллионов фунтов стерлингов. Но худшее было впереди.

В ходе страхования за период с 1988 по 1992 г. синдикаты Ллойда понесли убытки на сумму свыше £8 млрд. Причем они не распределялись по рынку равномерно. Некоторые синдикаты продолжали оставаться прибыльными или терпели относительно скромные убытки. Но другие несли потери, исчисляемые сотнями миллионов фунтов. Вместо получения чеков от

Ллойда многие Имена сталкивались с тем, что от них требовались чеки на сумму стоимости всего, чем они владели (и даже больше), для покрытия убытков. Семейные состояния исчезали, дома, которые принадлежали семьям на протяжении многих поколений, должны были быть проданы (агенты по недвижимости признавали этот «эффект Ллойда» вершиной своего бизнеса). Среди обладателей Имен имели место самоубийства, связанные с подобными потерями Ллойда. А некоторые Имена решили, что пришло время объединиться и сражаться в судах. Как произошел весь этот разгром?

Заключительное перестрахование

Для ответа на этот вопрос нам потребуется глубже заглянуть с систему синдикатов. Теоретически синдикат существует в течение одного страхового года. Имена, которые являются его участниками, могут решить выйти из него в конце этого года, а новые Имена могут войти в него на время следующего страхового года. Но Имена, которые вышли из него, не ощущают отсутствия синдиката. Никакие новые страховые договоры не могут заключаться от их имени, когда они покинули состав синдиката. Но владелец Имени остается ответственным за свою долю убытков, возникающих в ходе тех лет, на протяжении которых он был членом синдиката, пока не будут закрыты бухгалтерские книги за тот период — а это, как мы знаем, обычно делалось спустя три года после событий.

Даже три года спустя синдикат не может быть уверен, что он удовлетворил все требования, которые могли бы возникнуть в результате сделок, проведенных тремя годами ранее. Предположим, что сегодня на дворе 1999 г., и синдикат хочет закрыть свои книги за 1996 г. Как ему предусмотреть требования, которые все еще могли бы возникнуть в результате 1996 страхового года? Ответ заключается в том, что он использует часть прибыли за 1996 г. как премию, чтобы застраховаться от любых оставшихся убытков, которые могли бы возникнуть в связи с 1996 г. Когда ответственность за все оставшиеся риски передается посредством этого процесса **заклучительного перестрахования (re-insurance to close)**, может быть подведена черта под результатами 1996 г., и те, кто были членами синдиката в том году, будут знать, сколько прибыли или убытков они получили.

С кем синдикат заключает соглашение о **заклучительном перестраховании** (перестраховывает оставшийся риск в отношении отдельного года)? Обычно это будет тот же самый синдикат в более позднем году, который принимает на себя риск в обмен на премию. Это привело к обвинению в том, что членство в не-

которых синдикатах было преднамеренно расширено за счет приема новых Имен с целью обеспечения пушечного мяса, дабы помочь выдержать груз убытков, возникающих в бизнесе за предыдущие годы. Если это так, то система подразумевает, что риск увековечивается и что члены синдиката могут пострадать от убытков, возникших в результате договоров страхования в более ранние годы, когда состав его членов мог быть совершенно другим.

Существует еще одна проблема. Если синдикат сталкивается с очень большими или не подлежащими исчислению убытками, которые связаны с предыдущими годами, то он может оказаться не в состоянии провести **заклучительное перестрахование**. В этом случае рассматриваемый год — в нашем примере 1996-й — остается «открытым» после проставления обычных трех лет, и в течение многих лет Имена, которые были членами синдиката в 1996 г., до конца не знают своих убытков. Мы взяли наш пример из недавних лет, но наиболее острой эта проблема была в начале 90-х гг., когда количество **открытых лет (open years)** быстро росло и значительная их часть относилась к началу 80-х гг.

Спираль эксцедента убытков

Чтобы справиться с трудностями Ллойда, рядом синдикатов стала использоваться другая форма перестрахования — **страхование эксцедента убытка (excess of loss)**. Для защиты от риска **катастроф** синдикат мог перестраховаться у другого синдиката от возможности превышения убытками определенного нежелательного уровня. Далее часть риска могла перестраховываться третьим синдикатом и т. д. Это так называемая **спираль LMX (London Market Excess of Loss)**. Игра с передачей эстафетной палочки развернулась по всему рынку, при этом существовала возможность того, что первый синдикат получил бы обратно для перестрахования часть того риска, от которого он избавился на первом этапе. С учетом редкости крупных катастроф такое страхование эксцедента убытка рассматривалось как хороший бизнес теми, кто его в то время начал использовать.

Но конец 1980-х и начало 1990-х гг. оказались плохим временем для страховщиков. Произошли такие дорогостоящие катастрофы, как взрыв нефтяной платформы *Piper Alpha* в 1988 г., в следующем году ураган Хьюго и штормы в начале 90-х гг. в Европе. Так как многие из этих рисков просто перетасовывались на рынке, то в результате возник эффект домино, при котором проблемы одного синдиката воздействовали на следующий.

Вдобавок Ллойд серьезно пострадал и в другой части света. Были огромные требования, в основном из Соединенных Штат-

тов, касающиеся ответственности работодателей по искам в связи с заболеваниями, вызванными асбестом, и за возмещение издержек по очистке прежних промышленных загрязнений окружающей среды. До 1986 г. текст полисов Ллойда не ограничивал размер требований по тем страховым случаям, которые возникли в тот год, для которого была куплена страховка. Последствия загрязнения окружающей среды или заболевания, связанные с использованием асбеста, могли проявиться через много лет. Так, возникали требования, скажем, в 1985 г. в отношении страховых полисов, действовавших 20 лет назад, когда действительно случилось загрязнение или имело место отсутствие защиты от влияния асбеста.

Эра судебных разбирательств

Столкнувшись лицом к лицу с огромными убытками от такого множества страховых случаев, некоторые Имена из наиболее пострадавших синдикатов остались без копейки денег. Другие отказались платить. Среди Имен возникали группы действия (*names' action groups*), начались судебные тяжбы. Группы действия Имен подали в суд на агентов-распорядителей за халатное страхование. Сами агенты были застрахованы на такой случай полисами страхования от ошибок и пропусков, но обычно не имели достаточного количества средств, чтобы удовлетворить все требования. В любом случае они, возможно, были застрахованы в синдикатах Ллойда. Так что все, что они должны были выплатить, просто увеличивало давление на другие синдикаты на этом рынке. Большие суммы денег, доступные внутри самого Ллойда, были просто недостаточны, чтобы удовлетворить все оправданные требования со стороны Имен. Органы управления Ллойда старались помешать судебным разбирательствам, которые в целом показывали этот институт в плохом свете, и выступали в качестве посредника во внесудебных соглашениях между Именами и теми, кого Имена обвиняли в халатности. Но после того как была подведена черта под своими историческими проблемами, Ллойд обнаружил, что ему очень трудно перестроить и адаптировать свой рынок для прибыльного бизнеса в будущем. Принятое им решение имело две основные формы.

Во-первых, было заключено соглашение на общую сумму £3,2 млрд с теми Именами, кто выдвинул обоснованные требования против членов Ллойда в отношении прошлых убытков, вызванных халатностью и небрежностью или другими факторами помимо нормального коммерческого риска. Это соглашение включало те Имена, которые уже выиграли в судах дела, связанные с требованиями о компенсациях. В обмен на это согла-

шение Имена должны были прекратить судебные разбирательства (строго говоря, передать свои судебные дела самому Ллойд) и отказаться от своих прав на компенсацию, которую они могли бы выиграть в суде. Эти £3,2 млрд пришли из множества источников: центрального фонда Ллойда, страховщиков ошибок и пропусков и от взносов всех членов.

Второй стороной решения было найти способ «отгородить» ответственность, которая все же могла образоваться в отношении бизнеса, застрахованного в более ранние (часто значительно ранее) годы. Это должно было достигаться созданием компании под названием *Equitas*, в которой могли быть перестрахованы риски предыдущих лет, что подводило бы черту под возможными потерями Имен. Первоначально план должен был ограничивать убытки вплоть до 1986 г., но в 1995 г. масштаб деятельности *Equitas* был расширен, чтобы охватывать убытки до 1992 г. Нет необходимости говорить, что такое решение требовало денег. Общая сумма финансовых средств, необходимая *Equitas* для принятия на себя подобных обязательств, составляла порядка £13 млрд. Около £1 млрд из них поступило от дополнительных премий от Имен, которые брали на себя риск, а остальные £12 млрд поступили из существующих резервных фондов синдикатов.

После своего учреждения *Equitas* приняла форму компании, независимой от Ллойда, и была зарегистрирована и одобрена Министерством торговли и промышленности (сегодня Казначейством). Пока избавление от обязательств, кажется, идет в соответствии с планом. Конечно, нет никакой абсолютной гарантии, что средств *Equitas* будет достаточно, чтобы удовлетворить все претензии, которые могли бы возникнуть в будущем. Но сам рынок Ллойда умирает, даже если Имена или бывшие Имена не имеют никакой общей гарантии. Стоит возникнуть требованиям, которые *Equitas* не в состоянии удовлетворить в полном объеме, и податель требования стал бы преследовать те Имена, которые гарантировали сделку, а не *Equitas* или рынок Ллойда в целом. Если, конечно, податель заявления считает, что игра стоит свеч.

Приготовившись к обороне, Ллойд оказался в состоянии проводить в жизнь свои планы развития, в которых **корпоративный капитал** (*corporate capital*) играл главную роль. В любом случае количество индивидуальных Имен значительно уменьшилось. Некоторые ушли из-за своего опыта в 1980-х и начале 1990-х гг. Некоторые просто разорились — их убытки не оставили им достаточного состояния, чтобы сохранить свое членство, даже если бы они и хотели. Количество Имен упало со своего

максимального количества в 32 000 примерно до 4700 в 1999 г., из которых около 900 были действующими членами рынка.

На смену страховым возможностям этих исчезнувших Имен пришли новые **корпоративные члены (corporate members)** Ллойда: в 1999 г. их было около 700. И они обеспечивали основную часть общей страховой емкости Ллойда в сумме £9,94 млрд: £6,48 млрд против £2,73 млрд от индивидуальных Имен. При этом на следующий год эта доля выросла до 80%. Емкость измеряется суммой дохода от премии, которую должен создавать рынок при использовании всех своих ресурсов. Емкость в £9,94 млрд означает, что могут быть застрахованы риски, которые приносят в виде премий £9,94 млрд. Корпоративные члены действуют через синдикаты точно так же, как и индивидуальные члены.

В число новых корпоративных членов входят ведущие страховые компании, а также инвестиционные фонды Ллойда. Последние действуют во многом аналогично инвестиционному фонду (см. главу 21), но инвестиции, которыми они владеют, могут быть использованы как обеспечение для страхового бизнеса в Ллоиде. Корпоративными членами также являются некоторые частные лица — почти 1000 человек на конец 2000 г., которые ранее действовали как Имена, но теперь преобразовали себя в компании, известные как **namescos**, с целью страхования рисков в составе Ллойда.

Означает ли появление корпоративных членов конец принципа **неограниченной ответственности (unlimited liability)** в Ллоиде? Это зависит от того, как вы на это смотрите. Индивидуальное Имя до сих пор рискует всем, чем оно владеет. Корпоративный член также ставит на кон все, чем он владеет, чтобы покрыть убытки, если это необходимо. Но поскольку компания несет ограниченную ответственность, ее нельзя принудить заплатить больше, чем то, чем она владеет, эта ответственность не распространяется на директоров и акционеров как частных лиц. И индивидуальные Имена, и корпоративные члены должны депонировать в Ллоиде определенное количество денежных средств, которые могут иметь форму наличных или инвестиций. Она обычно выражается в процентах от величины премиального дохода, которую они имеют право принять на страхование. Обычный минимум составляет 45%, но существует система варьирования процента в зависимости от возможной рискованности вида принятого на гарантию страхового случая. Он может достигать 100% для самых рискованных классов сделок. Однако обычно всякий, кто намеревается принять на гарантию премиальный доход в £1 млн, депонировал бы £450 000.

С концентрацией страховой емкости в немногочисленных руках пришла и концентрация рыночных организаций. Сегодня

существует около 140 синдикатов (когда-то их было свыше 400), 63 агента-распорядителя и только 12 членских агентов. Старая система рынка, направляемая профессионалами, с богатством, в основном предоставленным пассивными инвесторами, была сильно смягчена. Корпоративный инвестор новой породы хотел участвовать в управлении тем бизнесом, где на кон были поставлены его собственные деньги. И вы не можете больше стать членом Ллойда, просто обладая необходимым состоянием и нужными рекомендациями. Вы должны купить себе право на вход. Проводятся регулярные аукционы страховой емкости Ллойда, где те, кто хочет войти на этот рынок, предлагают свою цену за право участвовать в страховом бизнесе — столько-то пенсов за фунт премиального дохода, который может быть гарантирован. По крайней мере, это означает, что те, кто оставляет рынок, могут рассчитывать на непредвиденный доход от продажи своей доли страховой емкости кому-то еще.

Интернет-ссылки

Страхование тесно связано с бизнесом в области продаж, и отраслевые веб-сайты отражают этот факт. В целом они лучше приспособлены для продвижения страховых продуктов и услуг, чем для предоставления полезной базовой информации об отрасли. Сайт Королевского страхового института www.cii.co.uk/ является возможным исключением. Лондонский Ллойд имеет свой сайт www.lloyds.com/, а Ассоциация английских страховщиков — отраслевая организация английских страховых компаний — имеет сайт с адресом www.abi.org.uk/. Также существует сайт по корпоративному управлению, где страховые компании и пенсионные фонды размещают правила выпуска акций и т. д., по адресу www.ivis.computasoft.com/. Помимо этого существуют бесчисленные сайты отдельных страховых компаний и страховых брокеров.

Глава 20. Коммерческая недвижимость и рыночные крахи

Коммерческая недвижимость (commercial property) — офисные здания, магазины, заводы и складские помещения — является одним из основных средств для инвестиций страховых компаний (*insurance companies*) и пенсионных фондов (*pension funds*). Она была менее популярна в конце тысячелетия, чем в прошлом. Но взятые вместе, эти два вида институтов все еще владеют недвижимостью, оцениваемой примерно в £66 млрд. Однако не существует никакого централизованного рынка коммерческой недвижимости. Этот «рынок» в основном организуется ведущими фирмами лицензированных оценщиков (*chartered surveyors*) или агентов по недвижимости (*estate agents*). Эти фирмы предоставляют целый спектр услуг в области инвестиций в недвижимость. Они дают консультации по составлению портфелей недвижимости, часто управляют портфелями от имени институтов, обеспечивают оценку, договариваются об аренде, покупают и продают, а также помогают в сборе средств для развития недвижимости.

Но фирмы агентов по недвижимости недавно сами пережили изменения. Среди традиционных крупных имен в этом бизнесе на территории Великобритании — *Jones Lang Wootton*, *Richard Ellis*, *Healey & Baker* и *Hillier Parker* произошли изменения, связанные со слияниями или поглощениями. Часто в поисках получения более высокой международной финансовой благосклонности. Так, *Jones Lang Wootton* объединилась с одной американской группой, чтобы стать компанией *Jones Lang LaSalle*. Другие компании также вступили в новые группировки. В результате растущего американского участия в английском бизнесе в некоторых контекстах термин «*real estate*» начал заменять термин «*property*». Мы сохраним привязанность к традиционному термину.

В действительности существует два рынка коммерческой недвижимости (*commercial property markets*), которые концентрируются вокруг фирм по торговле недвижимостью. Есть рынок

аренды (*letting market*), на котором собственники предлагают здания арендаторам. И есть инвестиционный рынок (*investment market*), на котором укомплектованные и приносящие доход здания приобретаются финансовыми институтами как долгосрочные инвестиции. Эти два рынка пересекаются друг с другом, и крупные институты могут действовать в обеих частях рынка. Они создают инвестиции посредством развития недвижимости (*property development*), сдачи в аренду готовых зданий и владения ими из-за ренты, которую те приносят.

Журналисты по вопросам недвижимости пишут об этих рынках: как изменяются ставки аренды по различным видам недвижимости и о тех ценах, которые инвесторы согласны платить за приносящие доход объекты недвижимости.

Недвижимость как инвестиция

Рынок коммерческой недвижимости всегда следовал циклической схеме, но 1990-е гг. оказались более драматическими, чем большинство предшествующих десятилетий. Это десятилетие началось с самого драматического падения на рынке коммерческой недвижимости (*property market bust*), последовавшего за перегретым бумом конца 1980-х гг. Стоимости некоторых офисных зданий в Лондонском Сити упали вдвое, уровни арендной платы и стоимость большинства категорий недвижимости по всей стране заметно снизились. Многие взлелеянные послевоенным периодом предположения оказались повергнутыми. Вторая половина 90-х гг. продемонстрировала некоторое восстановление, но уверенность в том, что стоимость коммерческой недвижимости будет расти почти автоматически, ушла. В последние годы, особенно на фоне быстрыми темпами растущего рынка акций, недвижимость часто демонстрировала недостаток инвестиций. На этом рынке происходят некоторые структурные изменения, отчасти вызванные более низкой инфляцией. Мы рассмотрим их позднее. Их надо рассматривать в контексте того, что до этого происходило на рынке.

На протяжении большей части послевоенного периода коммерческая недвижимость рассматривалась как инвестиция роста, наподобие обыкновенной акции, хотя доход от нее поступал скорее в виде арендной платы (*rent*), а не как дивиденд, и со стороны инвестора она требовала большего управления. Однако недвижимость в Великобритании часто предоставляется в аренду с полным ремонтом и страховкой (*full repairing and insuring leases*), которая налагает значительную часть ответственности на арендатора.

Объекты коммерческой недвижимости часто предоставляют-ся в очень длительную **аренду (leases)** — обычным делом является срок в 99 лет, но к концу 1980-х гг. нормой было 25 лет и меньше. Долгосрочная аренда на условиях полного ремонта и страховки часто описывается как институциональная аренда, потому что именно на таком ее варианте стараются настаивать инвесторы. Крах рынка в начале 1990-х гг. показал некоторые резкие изменения в балансе власти от собственников зданий к арендаторам. Арендаторы в меньшей мере, чем в прошлом, были согласны заключать новые договоры на очень длительные сроки. Поэтому продолжительность обычной аренды демонстрирует тенденцию к дальнейшему падению, возможно, до 10 или 15 лет. Предложения **Совета по бухгалтерским стандартам (Accounting Standards Board)** в конце 1999 г., которые могли потребовать от арендатора отражать аренду (лизинг) в виде активов и обязательств в своих балансах, предполагали, что в будущем арендаторы могли бы настаивать на еще более коротких сроках аренды.

Арендная плата (рента), которую платит арендатор, обычно пересматривается каждые пять лет (или даже каждые три года). Владелец здания, очевидно, надеется, что **арендная стоимость (rental value)** самого здания (арендная плата, которую оно приносило бы, если выставить его сегодня на открытый рынок) будет постоянно расти, но он получает эти повышения с трех- или пятилетним интервалом, когда появляются **рентные поступления (rent review)** или когда аренда подходит к концу и возобновляется на новых условиях.

Объекты недвижимости традиционно **оцениваются** как **кратные (multiple)** арендной плате, которую они приносят. Возьмем конторское здание в Лондоне со сдаваемой в аренду площадью 10 000 кв. футов и в последнее время сдававшееся в аренду за, скажем, £30 за кв. фут в год. Общий доход от него будет равен £300 000. Инвестор мог бы согласиться выкупить это здание по цене, которая обеспечивала бы ему доход в 5% на его капиталовложение. Он согласен на такой довольно низкий доход, потому что ожидает, что в будущем доход его увеличится, как и в случае с обыкновенной акцией.

Следовательно, он согласен инвестировать в эту покупку £6 млн, которые и есть та цена, которая дала бы ему доход в 5% и которая в 20 раз выше получаемого арендного дохода. Фактически это «коэффициент PE» данной инвестиции, хотя в мире недвижимости говорили бы о **покупке за 20 годовых (20 years' purchase)** рент, что означает то же самое. Единственное реальное отличие здесь заключается в том, что коэффициенты PE рассчитываются на основе дохода компании после вычета корпо-

ративного налога, в то время как кратная годовая для объекта недвижимости рассчитывается на основе арендного дохода до налогообложения (если оно вообще есть).

Предположим, что первый **пересмотр ренты (rent review)** на ваш инвестиционный объект недвижимости делается через пять лет, и при наступлении этого срока стоимость аренды выросла до £40 за кв. фут. Доход от здания, если оно сдается по рыночной ставке, был бы £400 000, хотя арендатор продолжает платить £300 000. Но когда арендная плата в конце пятого года пересматривается, она подскакивает до £400 000, которые и будут выплачиваться на протяжении последующих пяти лет.

Поскольку пересмотры ренты происходят через определенные промежутки времени, ясно, что на протяжении большей части этого времени арендатор может платить аренду, которая ниже текущей рыночной стоимости. Арендная плата будет **возвращаться (revert)** к своей рыночной стоимости, когда аренда заканчивается и ведутся переговоры о ее возобновлении или когда происходит пересмотр арендной платы в ходе действия существующего договора аренды. Поэтому в периоды повышения уровней арендной платы журналисты, пишущие о недвижимости, говорят о том, что собственники ожидают большого увеличения доходов, так как «арендная плата пересматривается и в течение нескольких следующих лет происходит **возвращение прав к первоначальным собственникам (reversions)**».

Безусловная собственность и арендная собственность

Структура собственности в Великобритании имеет сложный характер. Приведенный выше пример касался **безусловного права собственности** на здание (**freehold**), которое для большинства целей считается полностью принадлежащим своему владельцу. Но часто доли собственности в здании дробятся. Первоначальный владелец земли может иметь только право сдать ее в аренду — скажем, на 99 лет — девелоперу, который строит здание и который им после этого «владеет». В этом случае обладателем безусловного права собственности является владелец земли, и он получает с девелопера годовую **земельную ренту (ground rate)**, которая обычно представляет собой фиксированную сумму, но в наши дни, возможно, будет корректироваться в сторону повышения через определенные промежутки времени. Девелопер становится **обладателем права на аренду (leaseholder)**, и его здание находится в **арендной собственности (leasehold)**. Он сдает здание арендатору по рыночной ставке или за **непомерную арендную плату (rack rent)** и из этой суммы выплачивает земельную ренту владельцу безусловного права собственности.

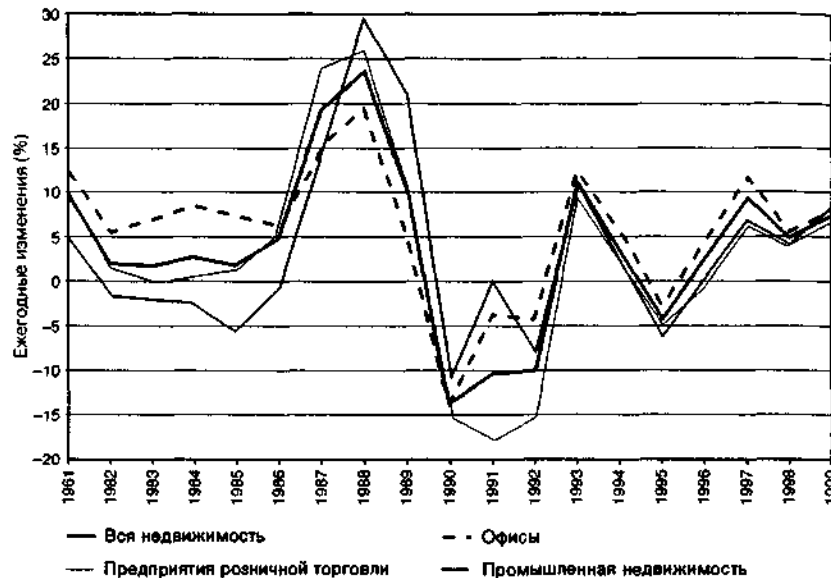


Рис 201 Стоимость коммерческой недвижимости ежегодные изменения Бум стоимости коммерческой недвижимости в конце 1980-х гг завершился последующим ужасающим крахом в начале 90-х Наш график показывает среднюю характеристику для всей коммерческой недвижимости и характеристику поведения трех ее главных категорий В результате краха на рынке больше всего пострадали офисные помещения Конторские здания в Лондонском Сити в действительности оказались в еще более худшем положении, чем показано на графике Восстановление после 1993 г оказалось чем-то вроде ложного подъема — оно в основном определялось факторами, связанными с процентными ставками, но позднее в течение этого десятилетия начал подтверждаться некоторый реальный рост Источник *Investors Property Databank*

На практике собственность на объект недвижимости может быть значительно более сложной, чем в приведенном примере, когда существует несколько уровней аренды, прежде чем вы доберетесь до арендатора, который выплачивает рыночную ставку арендной платы.

Оценка

Оценка недвижимости — а особенно зданий, находящихся в арендной собственности, или объектов недвижимости, которые сдаются в аренду по ставке ниже рыночной арендной платы (**reversionary properties**), — может оказаться очень сложным делом и обычно осуществляется лицензированными оценщиками Поскольку ни один объект недвижимости не похож на другой, то оценщик должен исходить из недавних прецедентов Предпо-

жим, инвесторы ожидают пятипроцентного дохода от офисного здания типа того, которое он оценивает. Оценщик учитывает некоторые специфические факторы, которые относятся к конкретному зданию, и делает оценку исходя из предположения, что здание приносит сравнимый доход.

Если недвижимость сдается в аренду по цене ниже рыночной арендной ставки — арендная плата в настоящий момент составляет, скажем, £300 000, но она подпрыгнет до £400 000 через год, когда будет пересмотрена арендная плата, — то будущее увеличение в арендной плате будет отражаться в той стоимости, которая приписывается зданию Таким образом, доходность, основанная на текущей арендной плате, может оказаться очень низкой Однако эта доходность часто корректируется для того, чтобы предложить эквивалентную доходность (**equivalent yield**), которая показывает, какая бы была доходность, если бы здание сдавалось в аренду по рыночной ставке арендной платы.

Финансирование девелоперов

Мы говорили об инвесторах и девелоперах (**developers**) в бизнесе, связанном с недвижимостью, хотя финансовые институты сегодня могут выполнять обе эти функции. Незадолго до того как они стали вести девелопментский бизнес за свой собственный счет, они были традиционным источником долгосрочного финансирования для девелоперов, поскольку располагали долгосрочными средствами, ищущими возможности для долгосрочного размещения. Девелопером обычно называют предпринимателя в хорошем смысле этого слова, который занимается развитием недвижимости и территории (девелопментом), но в основном использует для финансирования этой деятельности средства других людей.

Сразу после войны девелоперы коммерческой недвижимости (в основном компании, работающие с недвижимостью) обычно получали долгосрочное финансирование при помощи залога (**mortgaging**) своей недвижимости в финансовом институте, когда она будет построена и сдана в аренду. Страховые компании и пенсионные фонды обычно предоставляли ссуды в размере $\frac{2}{3}$ стоимости на срок 25 лет и больше под фиксированную ставку процента.

Когда процентные ставки выросли, такое финансирование стало менее практичным. Стали развиваться различные формы партнерства между институтом и девелопером. Наиболее обычным делом была продажа с правом обратного взятия в аренду (**leaseback** или **sale and leaseback**). Девелопер определял место и возможность постройки здания. Институт покупал землю

и обеспечивал финансирование строительства, которое шло под управлением девелопера. По завершении институт передавал право аренды девелоперу, который в свою очередь сдавал его в аренду арендатору по высокой цене. Девелопер платил земельную ренту, скажем, в 70% арендной стоимости здания в пользу института. Оставшиеся 30% пирога (**top slice**) оставались ему. Существовали бесконечные вариации на эту тему. Арендная плата девелопера институту обычно росла вместе с ростом арендного дохода от здания. Ясно, что если девелопер был не в состоянии сдать в аренду последние 30% площадей в здании, то он не получал никакой прибыли.

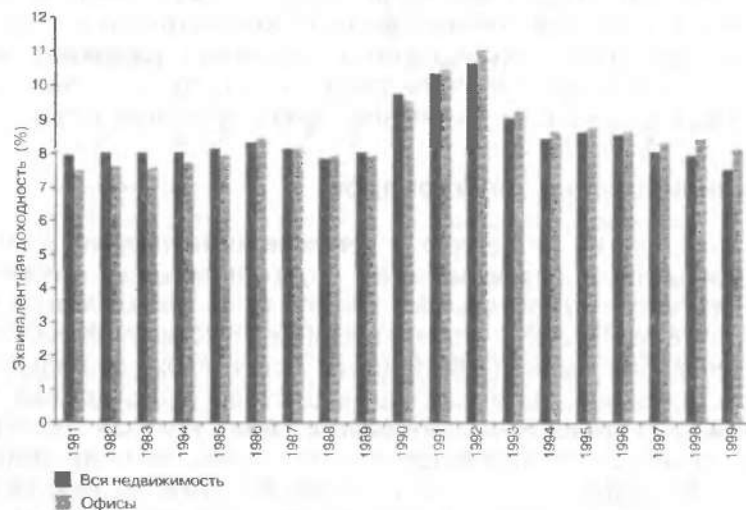


Рис. 20.2. Средняя доходность недвижимости: вся недвижимость и офисы. Доходность, при которой инвесторы соглашаются покупать коммерческую недвижимость, отражает ожидания будущего роста. Когда доходность растет, при прочих равных условиях ее стоимость падает. График показывает среднюю доходность по всей недвижимости и доходность по офисным помещениям (которая часто является очень волатильной). Отметим очень резкий рост доходности во время краха на рынке недвижимости в начале 1990-х гг. Но и в течение остальной части десятилетия доходность оставалась достаточно высокой с исторической точки зрения. При относительно низких процентных ставках на заемные средства недвижимость, как и всегда, снова в цене. Источник: *Investment Property Databank*

В дальнейшем выработались другие разнообразные формы соглашений о финансировании, которые разбивали риск поставщиком финансов и девелопером в более равном соотношении — они известны как соглашения о **партнерстве (side-by-side или partnership)**. Но все чаще крупные финансовые институты стали вообще вытеснять девелоперов, организуя свои собственные проекты, возможно, с помощью одной из крупных фирм-оценщиков.

Продажа с правом последующего взятия в аренду также широко используется как метод финансирования коммерческими компаниями, особенно представителями розничной торговли. Компания А могла бы купить компанию В, которая владеет магазинами, через которые и ведет свою торговлю. Затем магазины могут быть проданы за единовременную сумму финансовому институту, но компания В продолжает их занимать, только уже выплачивая как арендатор торговую арендную ставку.

Вторая половина 1980-х гг. показала большое изменение в методике финансирования развития недвижимости. Страховые компании и пенсионные фонды стали играть относительно менее важную роль, а гораздо более важные позиции в деле финансирования развития и строительства недвижимости заняла банковская система. Банковские кредиты компаниям, специализирующимся на недвижимости (не все из них пошли в девелопмент), выросли более чем на 1500% в период между 1981 и 1991 гг. Большая часть этого кредитования имела форму **проектных займов (project loans)** быстро растущим компаниям в области развития недвижимости и торговым компаниям. Кредит предназначался для отдельного строительного проекта. Как таковой кредит часто предоставлялся на условиях **ограниченного регресса (limited-recourse)** или вообще **без права обратного требования (non-recourse)**. Это означало, что сама компания по работе с недвижимостью несла ответственность только по ограниченной части кредита или не несла вообще никакой ответственности. Банки могли только присматривать за отдельным девелоперским проектом, чтобы предоставить деньги для его оплаты после окончания. Более крупные кредиты почти всегда проходили как **синдицированные** между группами банков, каждый из которых вносил часть всех денег. В конечном итоге банки серьезно погорели на этом виде кредитования.

Компании по работе с недвижимостью

Помимо финансовых институтов, значительными собственниками недвижимости являются **компании по работе с недвижимостью (property companies)**. Часто это котирующиеся на бирже компании, которые или просто владеют объектами недвижимости в качестве инвестиций (**property investment company**), или занимаются девелопментом (**property development company**). Многие из них действуют в обоих направлениях. Инвестиционно-девелоперская компания (владеющая новыми зданиями, которые она построила) обычно обеспечивает очень надежный доход, так как он в основном формируется за счет собираемой арендной платы. Девелоперская компания, чьи прибыли образуются в результате

продажи зданий после завершения строительства (**property trading company**, компании по торговле недвижимостью, иногда известные также как **merchant developer**), могут быть более неустойчивыми, потому что их прибыли могут достаточно широко колебаться. В основном именно компании такого рода переживали бум в конце 1980-х гг., но попали в беду (и часто становились банкротами) во время краха начала 90-х.

Многие из давно созданных инвестиционных или инвестиционно-девелоперских компаний первоначально организовывались как предпринимательские фирмы после Второй мировой войны. Компании по инвестициям в недвижимость склонны оцениваться фондовым рынком в зависимости от обеспеченности их акций активами (**asset backing**). Как и в инвестиционных фондах, акции указанных компаний обычно продаются со скидкой к величине чистой стоимости активов на акцию, за исключением периодов временной рыночной эйфории. Компании по продаже недвижимости, которые получают свою прибыль от продажи недвижимой собственности, скорее будут оцениваться на основе коэффициента PE. Их акции часто оцениваются выше стоимости активов, когда на рынке недвижимости складываются «нормальные» условия.

Совместная собственность

Помимо акций компаний по работе с недвижимостью существуют и другие возможности для инвестиций в коммерческую недвижимость. Есть специальные паевые фонды инвестиций в недвижимость (**property unit trust**), которые владеют целым рядом объектов недвижимости. Пенсионные фонды или некоммерческие организации могут инвестировать в их паи, чтобы получить долю в портфеле коммерческой недвижимости в качестве альтернативы полному владению объектами недвижимости. Но подобные возможности недоступны широкой публике.

Однако население может получить долю коммерческой недвижимости за счет инвестирования в **обеспеченные недвижимостью облигации (property bonds)** при страховании жизни (см. главу 21). Эти обязательства связаны со стоимостью портфеля коммерческой недвижимости, а не с акциями. **Уполномоченные паевые фонды (authorized unit trusts)** (те, паи которых может покупать обыкновенная публика) обычно не имели права напрямую владеть недвижимостью. Теперь положение изменилось. Но хотя в теории уполномоченные паевые фонды предоставляют публике возможность инвестировать в коммерческую недвижимость, до сих пор они не уделяли этому достаточного внимания.

В свое время существовали планы распространения принципа **совместного владения (unitization)** — разделение собственности на недвижимость между рядом инвесторов — на отдельные объекты недвижимости. Они обосновывались тем, что сегодня некоторые здания являются настолько дорогостоящими, что трудно найти даже институт, который купит или профинансирует его строительство в одиночку. Однако если собственность можно было бы поделить на, скажем, 100 000 паев по £1000 каждый, то и институты, и частные инвесторы могли бы поучаствовать в их покупке.

Большинство схем подобного рода, которые были испытаны в 1980-х гг., впоследствии споткнулись на юридических или налоговых проблемах или были просто ликвидированы в период краха начала 90-х гг. Но иногда вы еще можете встретить упоминания о **PINC (Property Income Certificates, сертификаты на доход от недвижимости)**, **SAPCO (Single Asset Property Companies, компании одного актива)** или **SPOT (Single Property Ownership Trust, инвестиционный фонд, владеющий единственным объектом недвижимости)**. В дальнейшем делались постоянные попытки найти жизнеспособную структуру для создания совместной собственности на единичные объекты недвижимости. Развитием этого направления в 90-х гг. (хотя это не была в строгом смысле совместная собственность) было создание **партнерств в области недвижимости с ограниченной ответственностью (property limited partnership)**, которые позволяли двум или нескольким инвесторам разделить инвестиции в недвижимость или вложения в девелопмент.

Были и попытки создания производных инструментов, связанных с рынком недвижимости. Бывшая Лондонская товарная биржа (**London Commodity Exchange**) (которая теперь является частью Liffe) ввела **фьючерсы на недвижимость (property futures)** в 1991 г. — теперь она называется **Лондонская биржа фьючерсов и опционов (London Futures and Options Exchange, London FOX)**. Они работали во многом аналогично работе фьючерсов, основанных на фондовом индексе (см. главу 18), но использовали вместо него индексы ставок аренды на недвижимость и индексы стоимости. Они позволяли также делать ставки на размеры аренды коммерческой недвижимости, на стоимость коммерческой недвижимости, на цены на дома, на ставки по закладным строительных обществ. Это предприятие вскоре со скандалом провалилось, когда появились свидетельства о сфабрикованных сделках.

Более успешным оказался запуск в 1994 г. **сертификатов на индекс недвижимости (Property Index Certificates, PIC)**, предпринятый **Barclay's Bank**. Это были облигации, выпущенные на 2, 3, 4 года или 5 лет, в которых доход инвестора привязывался к индексам

ставок аренды и стоимости недвижимости. Однако РИС выпускались с большими номиналами и предназначались для финансовых институтов, а не для частного инвестора. Позднее были введены форвардные контракты на индекс недвижимости. Имели место и случаи секьюритизации арендных платежей от недвижимости путем эмиссии облигаций и других форм долговых обязательств, обеспеченных потоком дохода от недвижимости. Но это отличается от предложения доли в росте недвижимости.

Индексы недвижимости

В статьях о недвижимости существует несколько базовых показателей, которые используют журналисты и другие авторы. Имеется подындекс среди индексов акций FTSE для акций компаний по операциям с недвижимостью (*property company shares*). Ряд фирм — агентов по недвижимости считает **индексы арендной стоимости** (*indices of rental values*) различных видов недвижимости, **индексы изменений капитальных стоимостей** (*movement in capital values*) и доходности, при которых **первоклассная недвижимость** (*prime property*) (лучшие инвестиции в недвижимость в их категориях) или объекты недвижимости среднего инвестиционного уровня переходят из рук в руки. Но наиболее широко используемыми индексами недвижимости на сегодняшний день являются индексы, предлагаемые **Investment Property Databank, IPD**, организации, которая отслеживает и анализирует состояние, оцениваемое на многие миллиарды долларов коммерческой недвижимости, принадлежащей инвестирующим институтам (и в меньшей степени компаниям по работе с недвижимостью).

Из трех основных классов недвижимости обычно самую низкую доходность показывают **магазины** (*shops*) (они оцениваются наиболее высоко), вслед за ними идут **офисы**, а **промышленная недвижимость** (*industrial property*), которая охватывает заводы и складские помещения, обладает самой высокой доходностью. Для каждого вида недвижимости фактически существуют свои рынки, но институциональная инвестиционная активность концентрируется на качественной стороне рынка. Следующей по масштабам за первоклассной недвижимостью идет **второсортная недвижимость**, которая может не обладать инвестиционной оценкой с точки зрения институтов.

Функционирование собственности

Стоимость коммерческой недвижимости склонна следовать известной циклической схеме и часто движется в противофазе с акциями (а также иногда в противофазе с жилой недвижимо-

стью). Период с 1982 по 1986 г. (хотя фондовый рынок находился на подъеме) был очень вялым на рынке коммерческой недвижимости, когда цены показывали относительно небольшой рост. Затем в 1987 и 1988 гг. ставки аренды и стоимости объектов недвижимости резко выросли и оставались почти неизменными до кризиса на фондовом рынке в октябре 1987 г. К 1989 г. начало проявляться беспокойство относительно уровня банковского кредитования компаний по работе с недвижимостью: его объем достиг £22 млрд. В дальнейшем он вырос до почти абсолютно максимального значения в £40 млрд в 1991 г. После этого на рынке недвижимости закономерно произошел серьезный кризис.

Крах начала 1990-х годов

Между 1985 и 1989 гг. средняя стоимость магазинной недвижимости в Великобритании выросла на 85%. **Офисная недвижимость Лондонского Сити** выросла по стоимости более чем в два раза. Бум привлек огромное количество новых проектов, особенно в лондонских офисах. Когда ударила рецессия, коммерческая недвижимость столкнулась с избытком площадей как раз в то время, когда перспективные арендаторы сокращали свой бизнес и свои требования к объему арендуемых площадей. При слишком большом количестве площадей и слишком малом количестве арендаторов арендные платежи начали падать. Дополнением к этим неприятностям служили высокие процентные ставки, которые имели двоякие последствия. Девелоперы столкнулись с необходимостью выплаты своим банкам значительно более высоких сумм по процентам за кредиты. А более высокие доходы от банковских кредитов и других инвестиций означали, что инвесторы требовали от недвижимости более высокой начальной доходности. Доходности выросли бы в любом случае из-за ухудшившихся перспектив роста на рынке недвижимости. Другими словами, стоимость коммерческой недвижимости должна была очень резко упасть.

И она упала. Стоимость офисов в Лондонском Сити упала в среднем на 60% в период между 1989 и 1992 гг., магазины пострадали в меньшей степени, но в среднем все же потеряли четверть своей стоимости. Средняя доходность по всем категориям недвижимости выросла с 7,2% в 1989 г. до 9,4% в 1991 г. Уровни арендных ставок по всем категориям недвижимости по всей стране упали в среднем на 28% от своего максимального значения, а для офисов в Сити — почти наполовину.

Девелоперские фирмы и компании по продаже недвижимости остались со зданиями, которые они не могли сдать в аренду и соответственно не могли их продать в качестве объектов для

инвестиций. У них не было никакой возможности погасить свои банковские кредиты, поскольку банки установили процентные ставки на устрашающем уровне. Даже если бы они могли продать свои здания, их цены упали настолько низко, что не оказалось бы достаточно средств для возвращения кредитов. Многие компании такого рода, включая самые крупные, стали банкротами. Только английские клиринговые банки списали несколько миллиардов фунтов стерлингов своих инвестиций в недвижимость. Но девелоперские компании и компании по инвестициям в недвижимость в целом выжили, потому что у них были доходы от построенной и сданной в аренду недвижимости, чтобы заплатить проценты по ссудам.

Рыночный кризис породил несколько новых феноменов. Условия пересмотра арендной платы в большинстве договоров об аренде долгое время включали положение только о **повышении (upwards-only)**. Арендная плата могла в момент пересмотра подниматься до рыночного уровня, но не опускаться. Поэтому арендатор офиса, который согласился на арендную плату £60 за кв. фут в 1989 г., должен был продолжать платить эти £60 после пересмотра ставок в 1994 г., хотя реальная арендная плата упала до £30 за кв. фут. Это дало рост такому явлению, как **недвижимость с завышенной арендной платой (over-rented properties)**, которую было очень трудно оценить. Старое послевоенное предположение о том, что арендная плата всегда будет выше в момент своего пересмотра, чем пять лет назад, ясное дело, осталось за бортом.

Оценка вызвала удвоенную трудность, поскольку многие объекты коммерческой недвижимости рынок практически обесценил. В качестве примеров для сравнения можно было использовать лишь редкие сделки. Ситуация осложнялась тем, что существовали очень сильные **побудительные стимулы (inducements)**, которые владельцы новых зданий были вынуждены предлагать потенциальным арендаторам для того, чтобы убедить их подписать договор аренды. Среди владельцев недвижимости не считалось чем-то необычным предлагать доходным клиентам трехлетний **бесплатный период (rent-free period)** или **крупные единовременные выплаты (lump sum inducement)**, чтобы побудить их заключить договор о долгосрочной аренде, скажем, по ставке £35 за кв. фут. Это создавало проблему того, чему равна реальная арендная стоимость здания без подобных стимулов. А **условия конфиденциальности (confidential clauses)** часто запрещали собственникам и арендаторам раскрывать условия аренды.

К концу 1993 или началу 1994 г. самое худшее для рынка коммерческой недвижимости осталось в прошлом. Цены продемонстрировали стремление к восстановлению, когда инвесторы

обратились к недвижимости в поисках более высокой доходности, чем та, которую они могли бы получить в то время по облигациям, и эти покупки толкнули цены вверх. Но потребовалось дожить до 1995 г., прежде чем появилось достаточно доказательств того, что арендные платежи снова начали расти.

И кризис, и последующие финансовые события вызвали важные изменения на рынке коммерческой недвижимости по мере приближения нового тысячелетия. Как мы видели, аренда становится короче, и существовало давление в пользу введения совершенно новых форм аренды, которые не требовали таких долгосрочных обязательств от арендаторов. Инвесторы больше не могли полагаться на высокую инфляцию в деле помощи увеличения стоимости недвижимости. Из-за ожиданий более низкого роста они требовали более высоких доходностей. В среднем для всех категорий недвижимости инвестиционного уровня в конце 1999 г. она составляла 7,5%. Вместе с драматическим падением кратко- и долгосрочных процентных ставок это объясняет другое значительное структурное изменение. На протяжении большей части послевоенного периода проценты по деньгам, занятым с целью приобретения недвижимости, были выше, чем доход, который эта недвижимость приносила. Вы должны были занимать, скажем, под 10%, чтобы купить недвижимость, приносящую доходность в 5%, что создавало серьезные проблемы с денежными потоками для инвесторов в недвижимость. Но к 1999 г. государственные облигации предлагали низкую доходность в 4,5%, а хорошие облигации, выпущенные компаниями по операциям с недвижимостью, приносили доходность около 6%. Какими бы ни были перспективы роста, это делало качественную недвижимость, которая приносила доходность 7,5% или больше, вполне привлекательной просто на основании приносимого дохода.

Интернет-ссылки

Маркетинг жилой недвижимости через Интернет только начинает развиваться в Великобритании, и существуют амбициозные планы в отношении маркетинга деловой недвижимости. Но если вы хотите найти информацию о структуре рынка коммерческой недвижимости в Соединенном Королевстве, веб-сайты ведущих фирм оценщиков и агентов в момент написания этой книги в целом разочаровывают и поэтому здесь не приводятся. Однако существуют очень полезные статистические данные для характеристики рынка недвижимости, бесплатно доступные на сайте Investment Property Databank по адресу www.propertymall.com/ipd/. Еженедельный журнал *Estates Gazette* (библия английского бизне-

са в области недвижимости) имеет платную электронную службу новостей и информации о рынке на сайте www.egi.co.uk/, которая постоянно предлагает примерно неделю бесплатного пробного пользования. Ведущие компании по операциям с недвижимостью имеют свои собственные веб-сайты. Королевский Институт лицензированных оценщиков, профессиональная организация сертифицированных инвесторов в Великобритании, имеет сайт www.pcs.org.uk/. Вероятно, он будет больше интересен для членов этой организации, чем для публики и потенциальных клиентов. Однако ассоциированная организация RICS, Investment Property Forum, освещает темы, интересные для инвесторов, на сайте www.ipf.org.uk/, хотя он тоже предназначен скорее для практиков в области недвижимости, чем для обычной публики.

Глава 21. Сбережения, объединенные инвестиции и налоговая защита

Публичные размещения *British Telecom*, *Trustee Savings Bank*, *British Gas*, водопроводных и энергетических компаний привлекли на фондовый рынок миллионы инвесторов-новичков. Размещение акций бывших строительных обществ, таких как *Abbey National*, привлекли еще больше. Но эти выпуски могли вызвать неправильное впечатление о том способе, которым инвестирует свои деньги подавляющая часть английского населения. Прямое владение акциями представляет только небольшую часть сбережений населения. Большая их часть связана с рядом продуктов управляемых сбережений, чьи характерные черты и достоинства во всей полноте разбираются и обсуждаются на страницах национальной прессы, посвященных личным финансам, в специализированных журналах и на множестве веб-сайтов в Интернете, связанных с личными финансами.

Консультации по личным финансам концентрируются на вопросах доходности, надежности и налоговой эффективности. При этом много внимания уделяется средствам налоговой защиты, таким как **Individual Savings Accounts, ISA (индивидуальные сберегательные счета)** (мы вернемся к ним позднее). Поэтому советы, которые вы получаете из прессы и откуда-нибудь еще, как правило, включают следующие элементы:

- Купите свой собственный дом, как только вы будете в состоянии это сделать. Процентные выплаты по вашей закладной больше не являются такими же благоприятными с точки зрения налогов, какими они были в прошлом. Но прирост капитала от продажи вашего основного дома все еще свободен от налогов.
- Подпишите соответствующие договоры страхования жизни (**life-assurance**), как для защиты вашей семьи, так и в качестве средства сбережения. Здесь прежние налоговые освобождения тоже отменены, хотя существует частичное освобождение по премиям для людей с полисами, выписанными до 1984 г.

- Удостоверьтесь, что у вас есть адекватные пенсионные договоры. Если вы являетесь членом профессиональной пенсионной программы (программы, которая организована вашим работодателем), то могут существовать возможности для дополнительных взносов с целью гарантирования дополнительных выплат.
- Свободная наличность может быть инвестирована для безопасности и удобства в ваш банк или строительное общество (и внимательно просматривайте перечень предлагаемых счетов и процентные ставки, которые по ним платят).
- Только после того, как вы позаботились об основах, вы можете окунуться в воды фондового рынка. И на первый раз это должно делаться через какую-то форму коллективных инвестиций (polled investments), где вы получаете выгоду от распределения риска и (предположительно) профессиональный инвестиционный менеджмент.
- Прямое владение акциями в его традиционном понимании — это дело для тех, у кого достаточно свободной наличности, чтобы позволить себе вложения в ряд компаний, уменьшая тем самым риск, если одна из них переживает трудные времена
- Кроме всего прочего, пользуйтесь преимуществом любых налоговых освобождений, которые предлагает действующее правительство. В случае с предыдущим консервативным правительством это были личные планы вложения в акции (Personal Equity Plan, PEP) и специальные безналоговые сберегательные счета (Tax Exempt Special Savings Accounts, TESSA). При новом лейбористском правительстве это индивидуальные сберегательные счета (Individual Savings Accounts, ISA). В рамках налогового освобождения по ISA могут держаться различные виды уже упоминавшихся инвестиций. Пенсионные сбережения обычно предлагают самые лучшие скидки с налогов и все еще позволяют, чтобы взносы (до разрешенного уровня) компенсировались за счет подоходного налога, в то время как доход и прирост капитала по инвестициям, находящимся в пенсионном фонде, освобождаются от налогов. Но отмена при лейбористском правительстве возвращаемого налогового кредита по дивидендам уменьшила доходы, которые пенсионные фонды могут извлекать из своих инвестиций в акции.

Быстрый взгляд на инвестиции и сбережения, которыми владело население Великобритании на середину 1999 г., подтверждает схему, предложенную вышеприведенными советами (табл. 21.1).

Инвестиции и сбережения, принадлежащие населению Великобритании в середине 1999 г.

| | £ (млрд) |
|---|----------|
| Полисы страхования жизни и пенсии | 1576 |
| Банковские депозиты в стерлингах | 367 |
| Вклады в строительные общества в стерлингах | 105 |
| Биржевые английские акции | 231 |
| Английские акции, не котирующиеся на бирже | 214 |
| Английские взаимные фонды | 136 |
| Английские государственные облигации (золотообрезные) | 31 |

Сбережения через финансовые институты (компании страхования жизни и пенсионные фонды) составляют основную массу сбережений английского населения. За ними идут депозиты в банках и строительных обществах; банковские депозиты выросли, а вклады в строительные общества сократились, когда строительные общества преобразовывались в банки. Прямое владение английскими биржевыми акциями занимает жалкое третье место. Эти прямые вложения в акции на самом деле выросли по стоимости за последние годы благодаря находящемуся на подъеме английскому фондовому рынку и выходу на рынок акций таких организаций, как строительные общества, ранее имевших взаимный характер. Частные лица все еще продают больше акций, чем покупают. Косвенное владение акциями через взаимные фонды (по сути паевые фонды) составляет еще небольшую величину, хотя за последние годы этот показатель намного вырос.

Уже из этих скудных цифр ясно, что оказание финансовых услуг населению является большим бизнесом. Прогулка по любой коммерческой улице показывает, что Британия, когда-то охарактеризованная как нация лавочников, стала нацией финансистов, так как отделения банков и строительных обществ по численности превосходят обычные розничные магазины. Но это только вершина айсберга. Менее заметным, чем депозитные и кредитные организации, является широкий бизнес по управлению денежными средствами, который делает свою жизнь очень комфортабельной за счет комиссионных, которые получает за инвестирование денег других людей. Существует чуть больше 2000 зарегистрированных на бирже английских компаний, которые реально вкладывают деньги, чтобы получить прибыль от реализации товаров и услуг, и почти столько

же фондов, предлагающих за комиссионные инвестировать средства населения в акции этих компаний или, в некоторых случаях, акции их иностранных контрагентов. Загляните в раздел «Компании и рынки» *Financial Times*. Цены акций, которые продаются в Лондоне, на момент написания этой книги занимали две страницы. Котировки **управляющих фондов (managed funds)** занимают семь страниц, из которых три относятся к английским фондам.

Большинство комментариев в газетных колонках на страницах, посвященных личным финансам, касаются относительной результативности менеджеров, которые управляют средствами других людей. Чтобы понять, почему результативность — в терминах общего полученного дохода — за период в несколько лет настолько важна, просто посмотрите на несколько цифр. Если сегодня вы инвестируете £1000 под сложную годовую ставку процента 6%, то через 40 лет эта сумма выросла бы до £10 286. Если сложный процент равен 6,5%, то она выросла бы до £12 416. При 7% — до £14 974 и т. д. При 12% ваша тысяча выросла бы до огромной суммы в £93 051. Другими словами, даже достаточно небольшая разница в получаемой годовой ставке процента может в течение длительного периода привести к огромным различиям в результатах. Именно в этом суть того, что менеджеры пенсионных фондов, которые могут действительно инвестировать деньги на 40 лет, должны делать это профессионально. Они не устают подчеркивать важность налогов в ходе инвестиционных расчетов. Если ваши £1000 размещены на условиях сложного процента под ставку 6% годовых, свободных от налога (как это может быть в безналоговом пенсионном фонде), то эта сумма действительно через 40 лет будет стоить £10 286. Если вы должны заплатить подоходный налог в 20% на каждый ваш годовой доход, ваша чистая годовая ставка процента уменьшается до 4,8%. При ставке 4,8% годовых £1000 вырастет только до £6523 через 40 лет.

Поэтому нужно обратить внимание на меры налоговой защиты. Но сначала в контекст необходимо включить широкие возможности инвестиционного выбора. На средства, оставшиеся после того, как они удовлетворили все свои основные финансовые потребности (страхование жизни, пенсия и т. д.), сберегатели могут:

- прямо реализовать свои собственные инвестиционные решения (посредством покупки акций в отдельных компаниях, через приобретение государственных облигаций или как-то еще);
- вручить себя в руки профессиональных менеджеров и обеспечить себе распределение риска за счет приобрете-

ния различных видов средств коллективных инвестиций. Здесь сберегатели должны сделать выбор либо менеджера, либо инвестиционного инструмента. Разумеется, существуют менеджеры, которые предлагают выбрать финансовые инструменты, управляемые другими менеджерами. Но выбирать должны даже эти менеджеры менеджеров!

Советы в прессе по вопросам личных финансов и других средствах массовой информации во многом концентрируются вокруг коллективных инвестиций. Но помните, что эффективность средств коллективных инвестиций в конечном счете зависит от функционирования лежащих в их основе инвестиционных активов, которые они выбрали. Не слишком полагайтесь на советы, которые вы читаете или слышите от представителей индустрии управления фондами. Они не получают никаких денег от тех людей, которые решают не инвестировать, и даже когда фондовый рынок выглядит опасно высоким, они редко посоветуют инвесторам повременить с инвестициями. Их обычный аргумент заключается в том, что в очень долгосрочном периоде инвестиции будут погашены, даже если они были куплены вблизи пика. Конечно, они будут погашаться с более хорошими результатами, если были куплены в то время, когда цены были более обоснованными. Для инвесторов, которые не уверены, что они смогут предсказать пики и провалы рынка, часто разумной политикой является **усреднение (averaging)**. Инвестируйте определенную сумму каждый квартал или каждый год. Используя такой метод, вы иногда можете купить, когда рынок стоит высоко, но эти покупки будут компенсироваться другими, которые совершаются в то время, когда рынок низкий.

Выбирают ли инвесторы прямые инвестиции или вкладывают средства в коллективные фонды, они должны решить для себя важный вопрос наилучшего использования полагающихся налоговых освобождений и льгот. Выбор налоговой защиты не обязательно является таким же решением, что и выбор лежащих в их основе инвестиций. Рассмотрим, какие существуют основные сберегательные продукты и у кого они покупаются.

Финансовые посредники на рынке сбережений

Большинство полисов страхования жизни и соответствующих сберегательных продуктов продаются через **финансовых посредников (financial intermediaries)**. На практике под ними понимают **страховых брокеров (insurance brokers)**, которые часто (и это нередко вводит в заблуждение) также действуют под наименованием **инвестиционных консультантов (investment advisers)** или **финансовых консультантов (financial consultant)**. Это один и тот же

тип посредников между публикой и страховыми компаниями или сберегательными институтами. Поскольку большинство из них живут за счет комиссионных от тех продуктов, которые продают, то у них возникает неизбежное искушение склониться в сторону продукта, приносящего наибольшие комиссионные. Поэтому независимость их советов часто находится под вопросом. Вместе с собственными подразделениями продаж страховых компаний они подвергались значительной критике за неправильную продажу индивидуальных пенсий (см. далее).

Как косвенный результат системы регулирования Сити большинство финансовых посредников так или иначе связали себя с какой-то страховой компанией или продавцом инвестиционных продуктов. В ходе процесса, известного как **поляризация (polarization)**, консультанты по инвестиционным продуктам должны решить, ограничивать ли им себя продвижением на рынке продуктов конкретной группы, или они хотят действовать как **независимые финансовые консультанты (Independent Financial Advisers, IFA)**, продавая на рынке продукты ряда продавцов. В наши дни банки и строительные общества также являются важными посредниками на рынке сбережений, продавая свои собственные или страховые и сберегательные продукты других участников рынка. Такие профессионалы, как бухгалтера и юристы, также могут действовать в качестве посредников в отношении сберегательных продуктов.

Вы также можете встретить термин **«дисконтные брокеры» (discount brokers)**. Это продавцы инвестиционных продуктов, которые, когда клиенту не требуется консультация, могут согласиться уступить покупателю часть комиссионных, которые они получают от продажи продукта.

Традиционное страхование жизни

Базовая тема страхования жизни имеет бесконечное количество вариантов. **Срочное страхование (term insurance)** — это прямое пари со страховой компанией. Вы платите премию за оговоренный период времени, и если вы умираете в течение этого периода, то страховая компания выплачивает сумму, на которую была застрахована ваша жизнь. Если вы выжили, то теряете свою ставку (или выигрываете ее, в зависимости от вашей точки зрения!) и ничего не получаете в конце периода. По **полносу страхования жизни (whole-life insurance)** выплачивается единовременная сумма после вашей смерти в любом возрасте. Так что ваша семья что-нибудь получит, даже если вы доживете до 100 лет.

Страхование-вклад (endowment assurance) — это средство сбережения как для вас, так и для защиты зависящих от вас людей. Вы платите премии и по истечении срока страховки получаете единовременную выплату. Если вы умерли раньше, то всю сумму получают ваши родственники, как и в случае полного страхования жизни. Страховая сторона контракта не является очень сложной: актуарии страховой компании могут достаточно точно рассчитать из таблиц смертности риск наступления смерти до достижения определенного возраста (хотя такие новые опасности, как СПИД, создают определенные проблемы) и выразить его в размере премии, которую они устанавливают. Премияльный доход поступает в **пожизненные фонды (life funds)** страховой компании, где он инвестируется. И именно здесь возникает главная неопределенность, так как доход страховая компания будет получать от своих инвестиций. В случае **полнуса с правом получения прибыли (with-profits policy)** владелец полнуса имеет право на долю прибыли из этого фонда.

Стоит упомянуть два момента в отношении инвестиций, связанных со страхованием жизни. Во-первых, доходы от инвестиций (особенно в акции) могут стать в новом веке значительно ниже, чем они были в предшествующие дни бума, и элемент прибыли для держателей полнуса выглядит менее привлекательным, чем в прошлые годы. Это беспокоило людей, которые приобрели полисы страхования жизни, чтобы оплатить свои закладные (см. ниже). Во-вторых, многие инвесторы, которые заключили контракты на страхование жизни, в дальнейшем обнаруживают, что они не способны поддерживать свои выплаты и вынуждены забрать свои деньги раньше. Та сумма, которую они получают, **выкупная стоимость (surrender value)** — обычно очень небольшая в первые годы по сравнению с тем, что они заплатили. Отчасти это объясняется тем, что комиссионные торговых агентов берутся в основном из первых платежей (**front-end loading, разовый комиссионный сбор при продаже полнуса**). Поэтому от страховых компаний сегодня требуется давать потенциальным клиентам больше информации о комиссионных и издержках, чем раньше.

Корпоративные и индивидуальные пенсии

Индивидуальные пенсии лучше всего рассматривать как часть того же самого бизнеса, что и страхование жизни. Их предлагают ведущие страховые компании, которые также управляют множеством корпоративных пенсионных программ для более мелких и средних групп. Сначала рассмотрим корпоративные программы, или схемы. Это могут быть **застрахованные схемы (insured schemes)**, когда страховая группа говорит компании, какую пре-

мию ей требуется платить каждый год, чтобы обеспечить конечный уровень пенсии, требующийся для сотрудников. Или компания может перечислять взносы, которые инвестируются в **управляющий фонд (managed fund)**, которым руководит страховая группа. В этом случае пенсионная программа получает свои доли в фонде пропорционально (*pro rata*) ее взносам, а стоимость этих долей зависит от результатов инвестиционной деятельности этого фонда. Или пенсионный фонд может просто нанять страховую компанию в качестве **инвестиционного менеджера (investment manager)**, чтобы управлять его активами как отдельным фондом: область, в которой жестко конкурируют друг с другом торговые банки, брокеры и другие группы управления фондами.

Разумеется, пенсионный фонд может самостоятельно управлять своими собственными инвестициями, как и делают более крупные из них. Или он может управлять частью своих средств самостоятельно, а на остальное может нанять менеджеров. При растущем рынке и высоких реальных доходах от инвестиций многие пенсионные фонды показывали **избытки (surpluses)** во второй половине 1980-х и начале 1990-х гг. Стоимость их инвестиций превышала то, что требовалось для выполнения ожидаемых обязательств. Эти избытки при помощи ряда методов были снижены — многие компании взяли **каникулы на уплату взносов (contribution holiday)**, — а также поглощались в ходе «налета» компаний-спонсором и практиками в области слияний и поглощений.

На протяжении большей части послевоенного периода работники компании, которая проводила свою собственную пенсионную программу, обычно принуждались к вступлению в эту программу. С 1988 г. у них появилась возможность заключать свои собственные договоры, иногда известные как **личные переводные пенсии (personal portable pensions)**, потому что эти договоры могли быть пролонгированы при переходе работника на другое место работы. Работающие не по найму уже делают это, если они не хотят рассчитывать на достаточно скудные пенсии в рамках **государственных пенсионных программ (state pension schemes)**. Чтобы накопить более крупные пенсии, участники профессиональных пенсионных программ могут осуществлять **дополнительные добровольные взносы (additional voluntary contributions, AVC)**.

Пенсионные соглашения в частном секторе распадаются на два основных вида. Традиционно корпоративные программы в основном были **программами с фиксированными выплатами после оговоренной выслуги лет (defined benefit)** (иначе известная как схема, основанная на **последнем окладе (final salary schemes)**). Работник увеличивал свою пенсию за каждый год работы в компании и обычно мог получить пенсию в размере двух третей своей последней зарплаты, если он проработал в одной

компании на протяжении 40 лет к моменту своего увольнения. Проблема с этим видом программы для компании-спонсора состоит в том, что заранее неизвестно, какими будут пенсионные обязательства. Происходит это из-за того, что компания не знает, какая зарплата будет у работника к моменту его выхода на пенсию или какой инвестиционный доход будет получаться от взносов на протяжении 40 лет.

Такой проблемы не возникает с другим видом пенсионной программы — **программы с фиксированным взносом или программы с денежным выкупом (defined contribution или money-purchase schemes)**. При таких схемах каждый год вносится и инвестируется определенная сумма денег. Когда участник программы выходит на пенсию, его «кубышка» с накопленными деньгами используется для покупки ему аннуитета, который обеспечивает ему доход в течение оставшейся жизни. Но этот доход не обязательно имеет какое-то особое отношение к его заработку в период работы. Его величина зависит от инвестиционного дохода, который принесли его деньги на протяжении всех этих лет, и уровня инвестиционной доходности в то время, когда должен покупаться аннуитет. Личные переводные пенсии (**personal portable pensions**) относятся к типу программ с денежным выкупом.

Для потенциальных пенсионеров по программам с денежным выкупом крупное падение в доходности долгосрочных облигаций, которое имело место в конце 1990-х гг., стало плохой новостью. Если деньги приносят более низкий долгосрочный доход — что происходит в результате падения доходности облигаций, — тогда на определенную накопленную сумму можно купить при выходе на пенсию только пониженный доход. Более благоприятными являются программы, где обещанные пенсии привязываются к последнему заработку.

В целом над пенсиями в последние годы прошло что-то вроде облака. Разграбление пенсионных программ своей компанией на многие миллионы фунтов стерлингов покойным Робертом Максвеллом вызвало дрожь во всем пенсионном бизнесе. А неправильная продажа индивидуальных пенсий принесла дальнейшее отрицательное паблисити для отдельных частей пенсионной индустрии (см. главу 23). Пенсии становятся все более сложной сферой деятельности, и зачастую трудно, если не невозможно, получить компетентный беспристрастный совет. Действуйте с большой осторожностью.

Пошаемые закладные и закладные-вклады

Покупка дома с помощью ипотеки (или **закладной, mortgage**) обычно рассматривается как форма сбережений, а закладные то-

же могут иметь элемент, связанный со страхованием жизни. Покупатель дома может взять или **погашаемую закладную (repayment mortgage)**, или **закладную-вклад (endowment mortgage)**. При **погашаемой закладной** полученная в долг сумма погашается ежемесячными платежами процента и капитала (в большей степени процент и в меньшей степени капитал на ранних стадиях и меньше процента и больше капитала ближе к концу). Погашение рассчитывается так, чтобы вся сумма была выплачена к концу срока: обычно это 25 лет, но поскольку люди меняют дома, то средняя продолжительность жизни закладной на практике гораздо короче. Процентная ставка по закладной обычно бывает переменной, так что платежи скачут вверх и вниз вместе с изменениями процентных ставок. Изменения в ставках — это всегда горячие новости. Шок от очень высоких процентных ставок в конце 1980-х и начале 1990-х гг. побудил многих покупателей домов потребовать (а продавцов ипотеки предложить) ипотечные кредиты с фиксированной процентной ставкой, по крайней мере, на первые несколько лет, или иметь “шапку” на максимальный процент, который мог бы взиматься. Покупателям домов, получающих ипотечный кредит, требуется внимательно читать текст договора со всеми примечаниями. Например, существуют ли штрафы за досрочное погашение закладной?

Закладная-вклад (endowment mortgage) включает страхование жизни. Деньги на приобретение дома берутся в кредит, обычно у **строительного общества** или у банка, а проценты выплачиваются кредитору в обычном порядке. Но никакой капитал не возмещается. Вместо этого заемщик выписывает полис-вклад страхования жизни, который при своем погашении предназначается для получения единовременной суммы, достаточной для погашения задолженности перед банком или строительным обществом и — в случае удачи — некоторого излишка сверх этой суммы. Но в последние годы появились опасения, что эти единовременные суммы могут оказаться недостаточными для того, чтобы оплатить закладную, и популярность закладных-вкладов испарилась. Несомненно, что многих домовладельцев убеждали покупать закладные-вклады тогда, когда по погашаемым закладным были хорошие ставки. Вам не надо далеко ходить за примерами комиссионных, которые зарабатывались от продажи закладной-вклада.

Инвестиционные средства, связанные с паевыми фондами

Продвиньтесь немного дальше базовых страховых и кредитных продуктов, и следующее, на что вы натолкнетесь, будут инве-

стиционные средства, связанные с **паевыми фондами (unit-linked)** (формы программ коллективных инвестиций (**pooled investment**)). Паевые фонды дают нам некоторые выгоды от инвестирования на фондовом рынке вместе с распределением рисков.

Как мы видели, для отдельного человека со скромными сбережениями неприемлемо рисковать всей суммой на чудачествах одной акции — хотя нас просили поверить, что это не имело значения, когда правительство распродало принадлежавшие ему ранее отрасли. Тем, у кого есть небольшое количество капитала или нет знания фондового рынка, имеет смысл инвестировать во множество акций, а не в акции единственной компании. Отсюда **паевые фонды (unit trusts)** и **страхование, связанное с паевым фондом (unit-linked assurance)**. Посмотрите на страницы с таблицами на обороте *Financial Times*, перед ценами фондового рынка и в начале раздела, озаглавленного **FT managed fund service**, с основными подзаголовками — **уполномоченные инвестиционные фонды (authorized investment funds)** и **страховки (insurances)**.

Принципы коллективных инвестиций

Несмотря на разнообразие, принцип коллективных (**unitized, pooled, collective**) инвестиций прост. Предположим, что вы и 99 других людей вносят по £1 для инвестиций в новый **паевой фонд (unit trust)**. Таким образом, менеджеры собирают общую сумму £100 и используют ее для покупки акций множества компаний. За некоторый период стоимость инвестиций фонда вырастает, скажем, на 20%. Первоначально инвестированные £100 теперь стоят £120. Вы владеете одним из 100 паев в выпуске, так что стоимость вашего пая составляет одну сотую от общей стоимости фонда. Другими словами, его стоимость выросла с £1 до £1,20 (настоящие расчеты, учитывающие соответствующие издержки, конечно, более сложные). Как вы продадите свой пай, если хотите получить наличные? Вы можете продать его обратно менеджерам паевого фонда, которые затем продали бы его кому-нибудь еще. Если они не могут это сделать, то должны продать некоторые из инвестиций фонда, чтобы собрать деньги, которые фонд должен вам заплатить.

Страхование, связанное с паевыми фондами, использует похожий механизм коллективных инвестиций, когда стоимость пая привязывается к стоимости специального фонда или субфонда инвестиций. Однако технически это договор страхования жизни, по которому вы передаете свои деньги в распоряжение менеджеров. Небольшая часть этих денег направляется для обеспечения минимального страхового покрытия. Остаток инвестируется в пай того, что технически является **пожизненным**

фондом (life fund). Если стоимость фонда растет, стоимость вашей инвестиции тоже растет. В чем смысл страхования, привязанного к паевым фондам, если вы можете инвестировать в сами паевые фонды? Во-первых, в прошлом существовали налоговые преимущества от инвестирования в договор страхования жизни. Далее, пожизненный фонд может напрямую инвестировать в недвижимость (связанные с паевыми фондами программы по инвестированию в недвижимость называются **облигации для инвестиций в недвижимость (property bonds)**), и эта программа может продаваться «от двери к двери», что невозможно в случае с паевым фондом. В настоящее время использование этих двух видов инвестиций сближается, и паевым фондам теперь разрешено владение отдельными видами недвижимости.

Ценообразование в паевых фондах

Работа паевого фонда, разумеется, не так проста, как описывается в примере. Например, существуют комиссионные за предоставляемые услуги: обычно первоначальный взнос 5–6% от стоимости вашей инвестиции и дополнительный ежегодный сбор в размере 1% или больше. И первоначальные и годовые взносы с годами выросли, особенно в отношении годовой ставки. Как и в случае с акциями, для паев нет единой цены. Существует цена покупки и цена продажи. Вы покупаете паи у менеджеров по более высокой цене «продавца» и получаете меньшую цену «покупателя», когда продаете ее обратно. Ценовой спрэд отчасти отражает тот факт, что сам паевой фонд должен платить более высокую цену, когда он покупает акции, и получать более низкую цену, когда их продает, неся издержки по сделкам. Если паевой фонд страдает от крупного оттока средств, то он может несколько изменить цены продавца и цены покупателя в сторону более низкой базовой цены, иногда известной под названием **базис продавца (bid basis)** или **базис ликвидации (liquidation basis)**. Сегодня иногда паевые фонды строятся без первоначального взноса, но с «выходными» комиссионными, которые с годами уменьшаются. Некоторые из фондов могут в любом случае ввести плату за выход, когда инвестор продает паи в пределах определенного количества лет.

Заметим, что показатели функционирования для паевых фондов должны всегда учитывать спрэд. Так, если котировка для конкретного паевого фонда за год изменилась со 100–107 пенсов до 120–128 пенсов, расчеты должны учитывать тот факт, что инвестор покупал бы по 107 пенсов и продавал по 120: прибыль составляет 13 пенсов, или 12,1%, а не 20 пенсов.

Открытые инвестиционные тресты

Открытые инвестиционные тресты (open-ended investment companies, OEIC) действуют во многом аналогично паевым фондам, и некоторые паевые фонды сами преобразовались в OEIC. Но между ними существуют технические различия. Тресты являются компаниями, а не фондами, и, следовательно, они продают акции, а не паи. Но цена этих акций не определяется взаимодействием продавцов и покупателей на рынке. Как и в случае паевых фондов, она рассчитывается на основе стоимости активов, которыми владеет OEIC. Однако в отличие от паевого фонда OEIC котирует только одну цену, а не цену покупки и цену продажи. Плата за управление взимается отдельно. OEIC является открытым (подобно паевому фонду), потому что он может выпускать дополнительные акции, когда существует спрос со стороны инвесторов. OEIC был введен потому, что его деятельность можно понять легче, чем деятельность паевого фонда, а его структура наиболее близка структуре взаимных фондов в остальной Европе.

Особенности деятельности паевого фонда

Паевой фонд, который предлагается публике, в прошлом должен был получить **разрешение Министерства торговли и промышленности**, хотя ответственность за разрешение теперь передана **Управлению финансового надзора**. Также существуют **неразрешенные (unauthorized)** фонды, которые некоторые фондовые брокеры создают для своих клиентов или которые могут располагаться в офшорах. Реклама паевых фондов достаточно плотно отслеживается и должна содержать **предупреждение о самочувствии (health warnings)** — напоминание, что цена пая может как подняться, так и упасть.

Когда же паи впервые выходят на рынок, то паевые фонды могут сделать **предложение с фиксированной ценой (fixed price offer)** в течение ограниченного периода. О таком предложении вы увидите рекламу на финансовых страницах национальных газет, обычно в субботу или воскресенье. В это время можете обратиться за паями по установленной цене. В остальное время вы обычно платите ту цену, которая устанавливается на момент вашего обращения. Группы по управлению фондами часто предоставляют возможность для обычных сберегательных планов: вы можете договориться вносить определенную сумму денег в месяц, и эти деньги после получения инвестируются в паи.

Паевые фонды могут выплачивать доход, который они получают от своих инвестиций, держателям паев *пропорционально их*

вложениям. Но иногда инвестор имеет выбор между **доходными паями (income units)** (когда он получает свою долю дивидендов в виде наличных) и **накопительными паями (accumulation unit)** (когда его доля дохода добавляется к стоимости каждого пая). Второй вариант удобен, но не предлагает никакой экономии на налогах: доход реинвестируется в пределах чистой базовой налоговой ставки, а любая более высокая налоговая ставка должным образом должна выплачиваться. Однако накопительные паи не сопровождаются издержками по реинвестированию. Инвестор имеет более хороший показатель своего общего дохода, когда он держит у себя одно и то же количество паев. Альтернативой для инвесторов является наделение его дополнительными паями, представляющими реинвестированный чистый доход. Это может повлечь за собой уплату предварительных комиссионных за новые паи.

Кто предлагает инвестиции, связанные с паевыми фондами?

Financial Times котирует более 150 групп по управлению фондами, предлагающих разрешенные паевые фонды, или OEIC, и не менее 100 предложений о страховании, связанных с паевыми фондами. Вариации одного и того же названия часто всплывают в обеих категориях: большинство из более крупных групп по управлению фондами предлагает полный перечень продуктов, связанных с паевыми фондами.

Компьютеры могут облегчить расчеты ежедневной стоимости инвестиций в паевых фондах и соответственно цены пая. Список *Financial Times* показывает для паевых фондов как нижнюю **цену покупателя (bid price)** (цена, по которой инвестор может продать), так и высокую **цену продавца (offer price)** (цена, по которой инвестор может купить), а также изменение цены за предыдущий день плюс **доходность (yield)**. Во многих случаях показываются отдельно цены для доходных и накопительных паев: последние будут выше благодаря реинвестированному доходу.

Специальные инвестиционные политики

Первоначальной идеей паевых фондов была идея диверсификации инвестиций по большинству секторов фондового рынка. Затем пришли более специализированные фонды, инвестирующие в соответствии с определенной философией или в отдельные области. Посмотрите на фонды, руководимые ведущими инвестиционными группами. Это будут обычно **фонды общего назначения (general funds)**. Затем могут идти фонды, инвестирующие для получения **высокого дохода (high income)** в мелкие компании, в акции **возрожда-**

дающихся компаний (recovery stock) (компании, которые находятся в тяжелом положении, чьи акции могут существенно взлететь в цене, если они выкарабкаются из своих неприятностей), в **акции технологических компаний** и т. д. Могут существовать паевые фонды, инвестирующие только в акции инвестиционных фондов. Возможно существование **фондов-последователей (tracker fund)**, которые стремятся отражать поведение отдельного фондового индекса. Существуют также фонды, инвестирующие в определенные географические регионы или виды рынков: Америку, Австралию, Японию и Европу, развивающиеся рынки и т. д. Есть также паевые фонды, которые вообще не вкладывают деньги в акции, а инвестируют в денежный рынок или в государственные или корпоративные облигации.

Аналогичный диапазон инвестиционных стратегий присутствует и у паевых фондов, связанных со страхованием, обычно известных как **бонды (bonds)** (хотя не надо их путать с государственными или корпоративными бондами, т. е. облигациями). Фактически многие паевые фонды имеют свой **бондированный (bondized)** эквивалент — страховой фонд, который инвестирует в соответствующий паевой фонд. Цены на бонды под заголовком **страховки (Insurances)** следуют той же самой схеме, что и паи паевых фондов, за исключением того, что не показывается никакой доходности, так как не распределяется никакой доход. При страховании, связанном с паевыми фондами, доход от инвестиций фонда автоматически реинвестируется в фонд после вычета налога на ставку страхования жизни. Пожизненный фонд также облагается налогом на прирост капитала (в отличие от паевых фондов, которые исключаются из-под налогообложения прироста капитала), и это отражается на цене паев.

Офшорные и иностранные фонды

После страхования в *Financial Times* идут цены на **офшорные и иностранные фонды (offshore and overseas funds)**. Это неразрешенные паевые фонды, хотя они действуют на паевом принципе и могут работать под зонтиком одной из групп по управлению фондами, которая предлагает разрешенные паевые фонды в Великобритании. Многие из офшорных фондов технически находятся на Норманнских островах и управляются оттуда, а английская материнская группа описывается как «советник» этого фонда. Соответственно в названии управляющей группы имеется обозначение «С.І.».

Офшорные фонды действуют в налоговом режиме той страны, где они располагаются: обычно он более либеральный, чем в Великобритании. Но для английского инвестора, проживаю-

шего в Британии, нет никакого налогового преимущества от инвестирования в него. Он будет облагаться налогом в соответствии с английскими законами. Английские экспатрианты, работающие, например, на Среднем Востоке и платящие небольшие, если вообще платящие английские налоги, могут оказаться в лучшем положении с офшорным фондом, чем в случае вложения в фонд, зарегистрированный в Великобритании.

Мониторинг деятельности

Статистика работы (performance statistics) паевых фондов и бондов пристально отслеживается. Ежемесячный журнал *Money Management* предлагает исчерпывающий список, показывающий стоимость £1000, инвестированных на период от 6 месяцев до семи или 10 лет, а различные интернетовские веб-сайты также предлагают информацию о результатах деятельности фондов (см. конец главы). Результаты деятельности могут заметно различаться, особенно за более короткие периоды времени, и для более спекулятивных по своей внутренней природе фондов, инвестирующих в иностранные рынки, выбор правильной страны для менеджеров часто более важен, чем выбор правильной акции, особенно во времена сильных сдвигов на валютных рынках. Не нужно говорить, что на пороге нового тысячелетия фонды, специализирующиеся на технологических компаниях, особенно хорошо поработали за предшествующий год. Проблема заключается в том, что инвестиционная политика, бывшая исключительно правильной в одном году с точки зрения сектора рынка или географического региона, может оказаться с таким же успехом ошибочной на следующий год. Более осторожные инвесторы будут искать устойчивое хорошее функционирование на протяжении более длительных периодов как доказательство качества менеджмента.

Инвесторы в паевые фонды должны знать, что многие паевые фонды фактически являются ориентированными на рынок, а не на инвестиции. Менеджеры могут посчитать, что легко вывести на рынок новый фонд, инвестирующий в область, которая недавно стала модной и вызвала широкие комментарии прессы. Но ко времени запуска фонда лучший период для роста уже может оказаться позади. Для инвесторов фокус заключается в том, чтобы, как и всегда, вложить средства в те сектора, которые станут популярными до того, как это произойдет. Аналогичным образом продажи паевых фондов и объемы их деятельности на рынке имеют тенденцию возрастать, когда фондовый рынок длительное время находится на восходящей траектории и каждый замечает, что они приносят прибыли.

В действительности же рынок может находиться вблизи своего пика, и это может оказаться самым плохим временем для покупки. Циничные инвесторы в паевые фонды склонны инвестировать в противофазе цикла (counter-cyclically). Они могут покупать паи самых плохих фондов прошлого года на основании того, что их политика может оказаться самой правильной в следующем году, и покупать паи паевых фондов в целом, когда рынок низкий и рыночное завышение минимально.

Инвестиционные фонды

Существует еще одна — и гораздо более старая — форма коллективных инвестиций, которая часто всплывает на финансовых страницах: инвестиционный фонд (investment trust). Инвестиционный фонд — это компания, чей бизнес — вместо того, чтобы производить всякие штучки или руководить прачечными — состоит просто в том, чтобы инвестировать в другие компании. Он владеет инвестиционным портфелем таким же образом, как и паевой фонд или пожизненный фонд, обеспечивая профессиональный менеджмент и распределение риска. Но вы не можете купить паи в инвестиционном фонде. Вы покупаете его акции, так же как вы бы покупали акции промышленной

| M & G Securities (1330)F | | | |
|----------------------------|---------------|--------------|-----------------------|
| M & G House | Victoria Road | Ormskirk | CM1 1FB |
| www.mandg.co.uk | Eng | 0800 390 390 | UK Dept 0800 328 3186 |
| American | £ | 1013 0 | 1063 7 |
| (Accum Units) | | 1200 9 | 1345 1 |
| Amer Recovery | | 1176 0 | 1234 0 |
| (Accum Units) | | 1368 4 | 1436 8 |
| Amer Smllr Cos | | 321 0 | 327 1 |
| (Accum Units) | | 328 0 | 344 4 |
| Australasian | | 220 4 | 231 4 |
| (Accum Units) | | 296 0 | 319 8 |
| Bk of China | 0 C | 102 9m | 105 16 |
| (Accum Units) | 0 C | 337 8m | 339 01 |
| British Opps | | 96 70 | 101 5 |
| (Accum Units) | | 365 2 | 363 5 |
| Capital | | 1252 6 | 1313 1 |
| (Accum Units) | | 1593 3 | 1878 0 |
| CharFund** | 0 C | 1056 0 | 1056 73 |
| (Accum Units)** | 0 C | 6578 6 | 6583 13 |
| Condivdnt | | 387 9 | 406 8 |
| (Accum Units) | | 590 3 | 619 9 |
| Corporate Bond | | 28 50m | 29 96 |
| Dividend | | 85 70m | 88 50 |
| (Accum Units) | | 296 5m | 301 2 |
| Emerging Markets Bond | | 58 42m | 58 82 |
| (Accum Units) | | 60 70m | 61 22 |
| European | | 1329 5m | 1385 9 |
| (Accum Units) | | 1731 4m | 1818 0 |
| European Dividend | | 141 0 | 148 1 |
| (Accum Units) | | 195 7 | 205 3 |
| European High Yield Bond | | 49 54 | 49 92 |
| (Accum Units) | | 51 38 | 51 01 |
| European Index Tracker Inc | | 56 40m | 56 43 |
| (Accum Units) † | | 56 40m | 56 43 |
| ISA CAT † | | 56 43m | 56 43 |
| European Smaller Cos | | 185 8m | 195 1 |
| (Accum Units) | | 186 4m | 195 8 |
| Extra Income | | 164 7 | 168 9 |
| (Accum Units) | | 2348 6 | 2465 8 |
| Fund of Inv Tsts | | 1173 7m | 1232 4 |
| (Accum Units) | | 2341 1m | 2456 2 |
| Intl Income | | 71 29 | 71 42 |
| (Accum Units) | | 259 39 | 259 87 |
| ISA CAT | | 71 42 | 71 42 |
| Global Managed Bond | | 50 50m | 50 00 |
| (Accum Units) | | 51 50m | 52 90 |
| Global Technology | | 104 8 | 109 6 |
| (Accum Units) | | 104 6 | 109 6 |
| Gold | | 58 60 | 60 50 |
| (Accum Units) | | 47 40 | 49 70 |
| High Interest | | 25 00m | 25 00 |
| High Yield Corporate Bond | 0 C | 51 00m | 52 33 |

Пример 21.1 Некоторые паевые фонды предлагаемые одной из ведущих английских групп по управлению фондами. Источник: *Financial Times*

компании. Цены акций инвестиционных фондов публикуются на той же самой странице *Financial Times*, что и цены акций промышленных компаний, вместо того чтобы печататься на одних страницах с паевыми и страховыми фондами.

Стоимость акций инвестиционного фонда определяется, таким образом, точно так же, как стоимость акций любой компании, а именно соотношением покупателей и продавцов на фондовом рынке. При принятии своих решений по покупке или продаже инвесторы, как правило, смотрят на стоимость инвестиций, которые принадлежат фонду, обычно выраженную с помощью показателя **чистой стоимости активов на акцию (net asset value per share, NAV)** (см. главу 4). По техническим причинам сегодня цена на акции инвестиционного фонда обычно ниже стоимости стоящих за ней акций. Другими словами, она продается с **дисконтом** к NAV. Величина типичного дисконта обычно зависит от рыночных условий.

Это создает значительную проблему для любого, кто хочет запустить новый инвестиционный фонд. Скажем, он предлагает публике 100 акций по £1 каждая и инвестирует полученные £100 в ряд компаний. Инвестиционный фонд обладал бы инвестиционным портфелем стоимостью £100, и NAV каждой собственной его акции была бы, таким образом, £1. Но существует вероятность того, что акции будут обращаться на рынке по цене меньше £1: скажем, только по 80 пенсов (с дисконтом 20% относительно NAV). Немногие инвесторы захотят отдать £1 за что-то, что вскоре будет стоить меньше.

Фонды, использующие заемные средства, и различные типы акций

Существуют разные способы, при помощи которых инвестиционный фонд может постараться снизить или устранить дисконт к стоимости активов. Он может предлагать специальную инвестиционную экспертизу в определенной области, которая побуждает инвесторов оценивать его акции более высоко, или может попытаться производить доплату наличными в соответствии с текущей рыночной модой. Он может использовать значительный **леверидж (gearing)** — инвестиционные фонды могут использовать заемные средства наравне с деньгами акционеров, — который подразумевает, что активы, служащие обеспечением акций, будут расти быстрее, чем стоимость инвестиционного портфеля на растущем рынке. Фонд может быть сам организован как **инвестиционный фонд с двумя типами акций (split-level trust)**. Принцип здесь заключается в том, что собственный акционерный капитал фонда состоит из **доходных и капитальных акций (income and capital**

shares). Доходным акциям предназначается весь доход от инвестиционного портфеля фонда, а капитальные акции имеют право на получение всего прироста капитала фонда за определенное время жизни компании. В одной из версий фонд также может выпускать **привилегированные акции с нулевым дивидендом (zero-dividend preferred shares)**. Если исключить из внимания тот факт, что привилегированные акции являются все же акционерным капиталом, а не долговым обязательством, то в остальном они обращаются аналогично облигациям с нулевым купоном (см. главу 13). По ним не выплачивается доход, но в конечном итоге они погашаются с премией, которая представляет собой эквивалент годового процентного дохода за все время обращения. Смысл всех этих сложных структур капитала состоит в том, что за счет подгонки различных ценных бумаг под индивидуальные потребности инвесторов их стоимость будет увеличиваться. Совокупная стоимость разнообразных акций фонда будет выше, чем если бы продавались акции одного вида. Таким образом, снижается проблема дисконта.

Превращение инвестиционных фондов в паевые

Для инвестиционного фонда самое надежное средство увеличить свою стоимость — это преобразоваться в **паевой (unitize)**. **Паевизация (unitization)** просто означает, что инвестиционный фонд превращает себя в паевой фонд, заменяя акции паями. Цена пая рассчитывается исходя из стоимости его инвестиций (и полностью отражает эту стоимость, чего не делает цена акции). Инвестиционный фонд является инвестиционным фондом **закрытого типа (close-ended)**, поскольку он обладает конечной суммой акционерного капитала. Паевой фонд является **открытым (open-ended)**, потому что менеджеры могут создавать новые паи или аннулировать существующие в зависимости от того, что диктуют спрос и предложение.

Налоговые укрытия

Если вы решаете инвестировать свои деньги, то необходимо подумать о том, как прикрыть их от налогового инспектора. При консервативном правительстве существовали две основные формы налоговой защиты: **личные программы вложения в акции (Personal Equity Plans, PEP)** (для владения акциями или коллективных инвестиций) и **специальные безналоговые сберегательные счета (Tax Exempt Special Savings Accounts, TESSA)** (для денег, размещенных на депозитах). Некоторые, достаточно значительные доходы от инвестиций, которые держались в этих инстру-

ментах укрытия от налогов, могли исключаться из-под уплаты подоходного налога и налога на прирост капитала. Новое лейбористское правительство отменило эти налоговые укрытия (хотя существующие PEP и TESSA могут продолжать действовать), а вместо них появилось еще более сложное налоговое укрытие под названием **Индивидуальные сберегательные счета** (Individual Savings Account, ISA), которые также защищают от подоходного налога и налога на прирост капитала.

Вы много читаете и слышите о «покупке» ISA, и создается впечатление, что ISA являются средством инвестиций. Это не так. Это своеобразная «упаковка», в которую могут «заворачиваться» ваши инвестиции. К сожалению, вы должны покупать эту обертку у уполномоченной финансовой организации. Обычно она продается вместе с самими инвестициями. Именно в этом смысле вы «покупаете» упаковку и содержательную часть в одно и то же время. Существуют и **самостоятельно выбираемые ISA (self-select ISA)**, приобретение которых позволяет вам самим решать, какие акции вы хотите в нее положить. Однако это встречается довольно редко.

ISA могут использоваться для укрытия от налогов целого ряда инвестиций на сумму до £7000 в год (2000–2001 гг.). Существуют три основные категории:

- наличные (счета в банках, строительных обществах и подобные им формы депозитов);
- акции и облигации (или коллективные инвестиции наподобие паевых фондов или акций инвестиционных фондов);
- полисы страхования жизни (или полисы, предназначенные для использования в ISA).

Следует иметь в виду, что существует два различных вида ISA: **мини ISA** и **макси ISA**. В любой отдельно взятый налоговый год вы можете выбрать один или другой вид. Вы не можете взять оба вида укрытия. При этом вы можете взять до трех видов мини ISA (один для наличных, один для акций и один для страхования жизни). Каждый из них можете «купить» у разных менеджеров. Вы можете иметь только один макси ISA в год, который позволяет укрыть от налогов такую же сумму инвестиций, что и три мини ISA в совокупности, но доли их могут немного различаться. Для налогового 2000/2001 г. правила утверждали, что вы могли бы положить на мини ISA максимум £3000 наличными, £3000 в акциях и облигациях или средств коллективных инвестиций и £1000 страховки (разумеется, если у вас имеются отдельные мини ISA для каждого элемента). Таким образом, общая сумма, укрытая от налогов, составила бы £7000. Такой же общий лимит в £7000 применялся и к макси ISA, но разница заключалась в том, что вы могли бы положить все

£7000 либо в акции, коллективные инвестиции или облигации, или вы могли бы разбить свои £7000 между акциями, наличными и страховкой, как и в случае мини ISA. Это было делом вашего выбора. В предстоящие годы это предел, вероятно, сократится. Инвесторы, которые хотят получить максимально возможное укрытие от налогов для прямых или косвенных инвестиций в фондовый рынок, с очевидностью предпочтут выбрать макси ISA со всей суммой £7000, вложенной в акции, коллективные инвестиции или облигации.

Помимо своей сложности системы ISA имеют и другие недостатки. Они предлагают защиту от подоходного налога и налога на прирост капитала, но явно имеют ограниченный интерес для тех, кто не попадает под налогообложение или вряд ли будет платить налоги в будущем. В то же время вы должны инвестировать через фондовых брокеров или финансовые институты. Первоначальные и годовые же взносы, которые берет менеджер, могут вобрать в себя почти все налоговые выгоды, которые вы получаете. Однако для большинства инвесторов все же имеет смысл воспользоваться ISA, чтобы каждый год уводить из-под налогов как можно больше своих инвестиций. Для более подробной информации о том, как работают ISA и оставшиеся соглашения в отношении PEP, TESSA, посмотрите на независимое руководство «*FSA guide to ISAs*», игнорируйте маркетинговые преувеличения продавцов ISA. Вы можете бесплатно скачать его с сайта Управления финансового надзора www.fsa.gov.uk.

Знак государственного стандарта CAT

Как узнать, не платите ли вы слишком большие комиссионные, когда покупаете инвестиционный продукт? Это проблемная зона, потому что результаты часто являются более важными, чем комиссионные, забираемые продавцом. Инвестиционный менеджер, взимающий начальный взнос 6%, но приносящий 20% роста, был бы для вас более предпочтительным, чем тот менеджер, который берет только 4%, но обеспечивает рост всего 10%. К сожалению, нет никакой гарантии, что более высокие комиссионные означают более высокие результаты деятельности, а менеджеры, готовые получать оплату в соответствии с результатами своей деятельности, подозрительным образом отсутствуют.

Правительство попыталось ответить на это вопрос введением стандарта CAT для определенных финансовых продуктов, таких как ISA, пенсии и закладные. CAT расшифровывается как «тарифы» (charges), «доступность» (access) и «условия» (terms). Продукты, которые подчиняются этому стандарту, должны удовлетворять достаточно строгим условиям по всем этим пунк-

там. Таким образом, вы знаете, что вас не обдирают на комиссионных, если вы покупаете продукт, который удовлетворяет стандарту CAT. Но это не обязательно означает, что это самый хороший для вас продукт или продукт, который принесет наилучший результат. Из-за наличия предела для комиссионных версия, удовлетворяющая стандарту CAT, вероятно, будет самым простым базовым вариантом. Другая версия этого же продукта, не подходящая под стандарт, могла бы содержать больше особенностей, чем вы того хотите.

Интернет-ссылки

Чем больше людей приобретают продукты, связанные с личными финансами, тем активнее будут идти дела на фондовом рынке. Поэтому именно здесь находится значительная часть денег для индустрии финансовых услуг, которая не замедлит быстро откликнуться на возможности, предлагаемые Интернетом. Большинство крупных продавцов пенсий, закладных, паевых фондов, ISA и т. д. имеют свои собственные веб-сайты, которые продвигают их продукты и значительно различаются по своему качеству. Многие брокеры, которые действуют как продавцы, также поддерживают свои сайты. Но помимо этого существует множество независимых сайтов, предлагающих как базовую информацию, так и последнюю информацию о ценах, процентных ставках по всему спектру сберегательных продуктов, часто включающую сравнительные характеристики. Более подробно об этих сайтах по личным финансам говорится в главе 23, но хорошей стартовой точкой является *Moneyextra* по адресу www.moneyextra.com или Interactive Investor по адресу www.iii.co.uk/. Эти сайты охватывают весь диапазон финансовых продуктов, связанных с личными финансами, а также предоставляют образовательные и объясняющие материалы, как это делают *Moneyweb* на www.moneyweb.co.uk/ и *AAA Investment Guide* на www.wisebuy.co.uk/. Более подробная информация об основах паевых фондов доступна на сайте Ассоциации паевых и инвестиционных фондов www.investmentfunds.org.uk/, а по инвестиционным трастам — на сайте Ассоциации инвестиционных трастовых компаний www.aipc.co.uk/. *TrustNet* по адресу www.trustnet.co.uk/ предлагает информацию о фондах коллективных инвестиций, а два сайта предлагают информацию о функционировании глобальных фондов: *Lipper* на сайте www.lipperweb.com/ и *Micropal* на www.micropal.com/. Управление финансового надзора на своем сайте www.fsa.gov.uk/ помещает информацию, которую стоит посмотреть в связи с некоторыми финансовыми продуктами, особенно ISA, а также рассказывает об основах безопасности для инвесторов и о мерах предосторожности, которые они должны соблюдать.

Глава 22. Контроль над Сити

Потребители финансовых продуктов нуждаются в защите от недобросовестных трейдеров и некачественных продуктов точно так же, как и любой другой потребитель. Более того, вы не можете оценить финансовый продукт на взгляд и на вкус. Поэтому существуют правила, регулирующие природу предлагаемых продуктов, а также деятельность самих рынков профессионалов, которые на них работают, и продавцов инвестиционных товаров. Но помните, что всегда имеются границы, за пределами которых защита не будет действовать. В конечном итоге превалирует принцип «покупатель, береги себя сам».

Системы контроля в Сити (*supervisory systems*) часто освещаются в прессе. В последние два десятилетия они постоянно видоизменяются. Новая система контроля над инвестиционными продуктами, инвестиционными консультантами и рынками была введена в 1986–1988 гг. и никогда надолго не исчезала из новостей. Она заменила режим, который часто оставлял инвесторов на милость бессовестных инвестиционных консультантов и продавцов сомнительных инвестиционных продуктов. Но и ей были присущи многие недостатки, характерные для других систем регулирования. Злоупотребления, которые она предотвратила, не были чем-то новым. Когда система была вынуждена открыто выступить против инвестиционных операторов, она шла на риск подвергнуться критике за то, что выборочно осуществляет контроль и не предотвращает возникновение вообще любых злоупотреблений. Позднее она была заменена более унифицированной системой под руководством одного регулирующего органа, Управления финансового надзора, или FSA.

Законодательный и незаконодательный контроль

Существует два основных подхода к регулированию финансовых рынков: законодательное регулирование (*statutory regulation*) и саморегулирование (*self-regulation*). Большинство финансовых систем объединяет в себе оба этих вида. Американская система тяготеет к законодательному регулированию. Официальный орган, Комиссия по ценным бумагам и биржам (SEC), контролирует вы-

пуски ценных бумаг для публики и рынки ценных бумаг, на которых они обращаются, и координирует работу саморегулирующихся организаций, таких как Нью-Йоркская фондовая биржа.

Британская система регулирования

В Великобритании система регулирования финансовых рынков традиционно была смесью законодательных и неофициальных мер, но до последнего времени с сильным уклоном в сторону саморегулирования. Сегодня ситуация изменилась. Маятник качнулся в сторону законодательного регулирования. Но эти границы всегда остаются размытыми. В системе, которая превалировала со второй половины 1980-х до конца 1990-х гг., на вершине системы регулирования находился орган под названием **Совет по ценным бумагам и инвестициям (Securities and Investment Board, SIB)**. SIB не был частью правительства или государственным агентством, а скорее частной организацией. Однако он черпал свои полномочия из законодательства — **Закона об оказании финансовых услуг 1986 г.**, согласно которому этой организации были делегированы полномочия по регулированию финансовых рынков. Поле деятельности SIB или ее дочерних **саморегулируемых организаций (self regulating organizations, SRO)** охватывало деятельность брокеров, маркетмейкеров, инвестиционных менеджеров, продавцов инвестиционных продуктов, разного рода финансовых посредников, операторов товарных программ и даже издателей инвестиционных бюллетеней и информационных листков. Однако ряд областей оставались за пределами этой компетенции. Например, банки регулировались Банком Англии, а строительные общества имели свой отдельный регулирующий орган.

К концу второго тысячелетия деятельность SIB фактически была передана новому органу, **Управлению финансового надзора (Financial Services Authority)**. Этот новый монолит забрал под свое крыло и большинство регулирующих функций, которые ранее оставались за пределами системы SIB. Оно взяло на себя контроль за деятельностью банков, оптовых финансовых рынков Сити, строительных и дружеских им обществ и даже получило полномочия над Лондонским Ллойдом (см. далее и главу 19). Но FSA технически не было орудием правительства, как и SIB. По своей структуре это была компания с ограниченными возможностями. Она должна была финансироваться теми отраслями, которые регулирует, а не за счет налогоплательщиков. FSA свои полномочия тоже черпала из законодательства, которое прошло через процедуру парламентского обсуждения на переломе тысячелетия. **Билль о финансовых услугах и финансовых**

рынках, который делегировал регулирующие полномочия FSA, стал законом в первой половине 2000 г.

Основной принцип, лежащий в основе как нового законодательства, так и предшествующего закона, состоит в том, что всякий желающий осуществлять «попадающую под регулирование деятельность» (широкое определение, которое включает большинство видов инвестиционной и финансовой деятельности) в Великобритании должен получить на это разрешение. Максимальное наказание за осуществление попадающей под регулирование деятельности без разрешения составляет два года в тюрьме плюс денежный штраф. Будь вы банк, фондовый брокер, менеджер фонда или продавец страховок, вам нужно получить разрешение. Единственным исключением — и это все еще обсуждается — было предложение о различных видах ссуд и зкладных. Технически ссуда не является инвестицией. Поэтому мужчина или женщина, которые пытаются продать вам пенсию, должны иметь на это разрешение, но человек, который пытается продать вам ипотеку (зкладную), не обязан иметь разрешение на эту деятельность (хотя банк или строительное общество, которые он представляет, как организация, регулируется FSA). Однако дело выглядит так, что, вероятно, в будущем ипотечный бизнес перейдет под контроль FSA.

У кого вы должны регистрировать свое разрешение? Согласно старому порядку SIB, вы регистрировались соответствующей Саморегулирующейся организацией (CPO) или непосредственно в SIB. Разрешение, предоставленное подобным образом, будет действовать и при FSA, когда оно получит все свои полномочия. Но в будущем новые разрешения будут предоставляться (и отзываться!) самим FSA. Аналогично, при старом порядке вещей каждая CPO имело свой собственный свод правил, который требовалось выполнять. FSA разрабатывает свой собственный единый свод правил для тех, кто регистрируется с его помощью.

В начале работы режима SIB существовало пять CPO. В дальнейшем их число сократилось до трех, чья деятельность сейчас инкорпорирована в FSA. Вот они (включая бывшие).

- **Управление по ценным бумагам и фьючерсам (Securities and Futures Authority, SFA)**. Этот орган охватывает три основных вида деятельности: сделки на рынке ценных бумаг; деятельность на рынках финансовых и товарных фьючерсов и сделки на рынке международных облигаций в Лондоне. Соответственно оно охватывает членов Лондонской фондовой биржи, рынка финансовых фьючерсов и товарных рынков Liffe, а также лондонских дилеров по евробондам. До своего объединения в рамках SFA первона-

- начально существовали отдельные организации для членов ЛФБ и рынка финансовых фьючерсов.
- **Организация по регулированию деятельности инвестиционных менеджеров (Investment Management Regulatory Organization, IMRO)** объединяет вместе тех, кто занимается управлением основными видами коллективных инвестиций: инвестиционные, паевые и пенсионные фонды.
 - **Управление по индивидуальным инвестициям (Personal Investment Authority, PIA)**, возникшее за счет объединения двух прежних СРО. Одной из них была Ассоциация финансовых посредников, менеджеров и брокеров (**Financial Intermediaries, Managers and Brokers regulatory Association, FIMBRA**), которая охватывала страховых брокеров и независимых инвестиционных консультантов. Другой была **Организация по регулированию деятельности страхователей жизни и паевых фондов (Life Assurance and Unit Trust regulatory Organization, LAUTRO)**. Она охватывала продажу продуктов из разряда коллективных инвестиций компаниями, которые предоставляли эти услуги, деятельность, которая регулировалась отдельно от инвестиционного менеджмента. Соответственно она охватывала розничное продвижение страхования жизни и паевые фонды. Поэтому PIA покрывала собой розницу инвестиционных продуктов вне зависимости от каналов распределения и была органом, наиболее связанным с публикой.

В дополнение к СРО было несколько других видов организаций, которые существовали при режиме SIB и которые соответственно стали частью деятельности FSA. Определенные профессиональные организации, чьи члены вели инвестиционный бизнес, который время от времени совпадал с их основной деятельностью, например бухгалтеры и юристы, могли обратиться в **Признанные профессиональные организации (Recognized Professional Bodies, RPB)**, чтобы избавить свой персонал от получения разрешений в индивидуальном порядке. Рынки, на которых обращаются инвестиции, не нуждались в своем признании в качестве инвестиционного бизнеса, если они получили одобрение со стороны SIB как **Признанные инвестиционные биржи (Recognized Investment Exchanges, RIE)**, хотя их члены все же нуждались в получении разрешения на ведение инвестиционного бизнеса. Лондонская фондовая биржа, конечно, является признанной инвестиционной биржей, как и рынок финансовых фьючерсов Liffe.

Билль о финансовых услугах и рынках устанавливает четыре законодательные задачи, проведение которых возлагается на FSA.

- поддержание уверенности рынка в финансовой системе,

- содействие осведомленности общественности о состоянии финансовой системы;
- обеспечение соответствующей степени защиты потребителей;
- снижение уровня финансовых преступлений.

Будет интересно посмотреть, как в долгосрочном плане FSA справится с такими разными целями. Регулирующие органы идут по туго натянутому канату. Если вы пережмете с регулированием, то бизнес может счесть условия слишком трудными и уйдет куда-нибудь еще. Если вы недостаточно регулируете рынок, возникнут скандалы, которые разрушат доверие к финансовой системе и могут привести к исчезновению порядочного бизнеса. FSA, как и его предшественники, почти наверняка будет в меньшей степени регулировать оптовые рынки (денежные рынки, валютные рынки и т. д.), чем те рынки, которые непосредственно обращены к населению. Оптовые рынки являются уделом профессионалов, которые должны быть в достаточной степени в состоянии сами присматривать за собой. Рынки и продукты, которые открыты для публики, это совершенно другое дело. Ясно, что с самых первых дней своего существования FSA воспринимает «осведомленность общественности» вполне серьезно. Как и в случае финансового бизнеса, Управление предоставляет достаточный объем информации для населения, начиная от ловушек с переводом пенсии до технических подробностей IAS. Оно также публикует «сигналы тревоги для инвесторов», когда появляются методы, которые требуют предостерегающих комментариев.

Просветительная роль является для FSA новой. FSA наследует часть стандартов, которые применялись режимом SBI. Некоторые из них являются очевидными. Например, кто имеет разрешение на проведение бизнеса, попадающего под регулирование, должен обладать адекватным финансовым положением. В случае необходимости могут быть предприняты текущие проверки финансовых отчетов фирмы, а также может применяться целый диапазон санкций — от «удара по рукам», наложения штрафов до отзыва разрешения на ведение бизнеса.

Обычно основа взаимоотношений инвестиционного бизнеса с его клиентами требует письменного изложения. Предприятие инвестиционного бизнеса должно справедливо обращаться со своим клиентом; должна существовать процедура подачи и разбора жалоб. Предложения, сделанные по собственной инициативе, без запроса клиента о продаже инвестиций (**не гарантирующее правильной информации обращение, cold calling**), обычно запрещаются, за исключением случаев продажи страховки и паев в паевых фондах.

Требуются адекватные договоренности о разделении денег клиента и денег самого инвестиционного бизнеса. На практике эта сфера отношений иногда вызывала большие потрясения. В прошлом много боли доставляли терпящие крах инвестиционные менеджеры, которые смешивали деньги клиентов со своими собственными. И еще — интересное требование для брокеров и авторов бюллетеней с рекомендациями (одно из тех, которое трудно заставить выполнить) — опубликованные инвестиционные рекомендации должны основываться на исследованиях и содержать достаточные основания.

Соглашения о компенсациях

В прошлом различные виды деятельности в Сити — фондовая биржа, банковская система и т. д. — имели свои собственные договоры о компенсации (до определенных пределов) для тех клиентов, которые пострадали от дефолта или оплошности участников этого бизнеса. Сейчас ситуация изменяется, так как FSA принимает новую единую схему компенсаций (*compensation scheme*), которая будет проводиться отдельной компанией, а не самим FSA. Смысл заключается в том, что новая схема будет разделена на три под-схемы — для депозитов, инвестиций и страховок. Предполагается сделать ее более простой, чем старые соглашения. Она заменит собой пять существующих программ компенсаций.

Где законодательство прикладывает свою руку

Новая структура регулирования в основном планируется для надзора за теми, кто работает в инвестиционном бизнесе. Природа многих инвестиций, с которыми они имеют дело, формируется законодательством.

Деятельность компаний (как частных, так и тех, чьи акции обращаются на рынке), в основном подчиняется Законам о компаниях (*Companies Acts*), которые в последний раз подвергались глубокому пересмотру в 1985 г. В Законах о компаниях Министерство торговли и промышленности (МТП) (*Department of Trade and Industry, DTI*) — это именно то министерство, которое несет ответственность за соблюдение компаниями данного законодательства. Законы о компаниях охватывают такие вопросы, как подготовка и соответствие отчетов; требования к проспектам эмиссий акций и облигаций; обязанности и права аудиторов; меры безопасности для кредиторов и акционеров; обязанности директоров, полномочия проверяющих дела компании и т. п. Они также затрагивают некоторые аспекты рынков ценных бу-

маг и торговли акциями. Раскрытие информации о владении долей акций в размере 3% в публичной компании (обычно это был пакет в 5% акционерного капитала) является одним из положений Закона о компаниях. Имеется положение, которое дает компании право потребовать раскрытия информации об инвесторах, которые являются номинальными держателями акций (*nominee shareholdings*). Запрещение инсайдерской торговли (*insider trading*) (сделок с акциями на основе исключительной информации, способной повлиять на цены) сегодня охватывается Законом об уголовных преступлениях 1993 г. (*Criminal Justice Act 1993*), но МТП обладает правом проводить подобные расследования. Законы о компаниях запрещают компаниям оказывать финансовую помощь в покупке ее собственных акций без одобрения акционеров, сопровождаемого длительной процедурой. Этот вопрос был одним из ключевых в деле Guinness, которое разбиралось в 1986 г.

Компании, публичные или частные, обязаны хранить счета, годовые отчеты и множество другой информации, включая информацию об их директорах, у регистратора компаний (*Registrar of Companies*). Публика может получить доступ к этой информации через *Company House* (со штаб-квартирой в Кардиффе) или ее другие отделения на территории Великобритании, включая одно в Блумсбери, Лондон. Базовая информация, включающая место регистрации компании, может быть доступна через Интернет (см. конец главы). Регистратор не является регулирующим органом, за исключением вопросов гарантии предоставления компаниям официально требуемой информации.

Новый режим бухгалтерской отчетности, введенный в начале 1990-х гг. под эгидой Совета по финансовой отчетности (*Financial Reporting Council, FRC*), также играет свою роль в регулировании деятельности компаний. В конце 1980-х гг. бухгалтерские стандарты в Великобритании грозили получить дурную славу, так как небрежная интерпретация правил часто позволяла менеджменту компании представить картину так, как они хотели, и вводить в заблуждение акционеров, других участников процесса. В этих условиях одна из ветвей FRC, Совет по стандартам бухгалтерской отчетности (*Accounting Standard Board, ASB*), значительно ужесточил правила подготовки бухгалтерской отчетности. Другая ветвь, Комитет по проверке финансовой отчетности (*Financial Reporting Review Panel*), может сделать выговор компаниям, которые, по его мнению, нарушают правила бухгалтерской отчетности, требуя от них внести поправки в представленные документы. Подкомитет ASB, Специальная группа по срочным вопросам (*Urgent Issues Task Force*), может

дать быстрые разъяснения по спорным вопросам в правилах бухгалтерской отчетности, с последующей угрозой судебного преследования со стороны Комитета по проверке финансовой отчетности, если компания откажется их исполнять.

Новый режим бухгалтерской отчетности не является узаконенным. Но по типичной британской привычке эти решения фактически имеют силу закона. Согласно Закону о компаниях, от них требуется готовить отчеты, которые дают «правдивый и точный взгляд» на состояние дел компании (*true and fair view*). Предоставление правдивого и точного взгляда обычно подразумевает соответствие определенным бухгалтерским стандартам или оправдание любых отклонений. Таким образом, компании, которые неоправданно отходят от стандартов бухгалтерской отчетности при представлении своих документов, могут быть обвинены в нарушении Закона о компаниях, и бухгалтерские власти обладают властью рассмотрения этого вопроса в суде.

Новый порядок бухгалтерской отчетности обвиняли в недостаточной гибкости — введение жестких правил вместо того, чтобы оставить пространство для интерпретаций в свете индивидуальных обстоятельств, и этот вопрос иногда всплывает в комментариях прессы. После расслабленности 1980-х гг. некоторая жесткость, возможно, была необходима. Но вкус пудинга можно понять, только съев его. Достоверность и полезность отчетности компаний в 1990-х гг. значительно улучшились.

Паевые фонды на протяжении многих лет регулировались **Законом о предотвращении мошенничества (в инвестиционной сфере) (Prevention of Fraud (Investments) Act)**. Сегодня они лицензируются и находятся под контролем регулирующей структуры FSA.

Деятельностью отдельных направлений бизнеса управляют другие законы. **Страховые компании** попадают под действие **Закона о страховых компаниях (Insurance Companies Act)** в том, что касается ведения страхового бизнеса, инвестиционный менеджмент и продажи будут проходить под контролем структуры FSA. **Строительные общества** попадают под действие **Закона о страховых обществах (Building Society Act)**, хотя сегодня их регулирующим органом тоже является FSA.

Банки регулируются **Законом о банковской деятельности (Banking Act)** — пересмотренный Закон появился в Своде законов в 1987 г., и надзор, как отмечалось, перешел от Банка Англии к FSA. Проблемой в банковском надзоре является международная природа деятельности операций ведущих банков. Ключевым моментом в развале банка **Barings** и в более раннем крахе **Bank of Credit and Commerce International (BCCI)**, было то, что их головная компания была зарегистрирована в Люксембурге. Банк Англии продолжает нести ответственность за общую

стабильность банковской системы в целом, несмотря на то что он не несет ответственности за пруденциальный контроль над банковской системой.

Страховой рынок Ллойда обычно управлял собой самостоятельно в рамках полномочий, предоставленных специальным Актом парламента. Самый последний Закон о Ллойде (*Lloyd's Act*), который вступил в силу в 1983 г., ужесточил требования к саморегулированию в ответ на множество скандалов. Но Ллойд проиграл битву за сохранение своей полной независимости. Исполнение им функций саморегулирования сегодня частично ограничено правами и обязанностями FSA, которое также будет прямо участвовать в лицензировании, процессах одобрения отчетности и регулировании консультационной деятельности, оказываемой агентами-членами.

Традиционные саморегулирующиеся организации

Лондонская фондовая биржа традиционно регулировалась своими собственными членами, которые в прошлом могли быть наказаны представителями **Совета фондовой биржи (Stock Exchange Council)**. Совета больше нет, и механизм регулирования ЛФБ после режима SIB (а теперь FSA) частично изменился. Разница заключается в том, что работа по регулированию сегодня распределяется между фондовой биржей и структурой FSA. В широком смысле фондовая биржа несет ответственность за дела, имеющие отношение к функционированию рынка, а FSA — за политику финансового здоровья участников рынка. Если фондовый брокер был не в состоянии выполнить свои обязательства (другими словами, стал банкротом), то его обычно на торговом полу фондовой биржи **официально объявляли несостоятельным должником (hammered)**. Это болезненное скорее в финансовом, чем в физическом смысле действие означало, что рынок объявляет о его неплатежеспособности и о прекращении его участия в торгах. В повседневной деятельности это выражалось в том, что сообщение об этом попадет на экраны мониторов.

Комитет Сити по поглощениям и слияниям (City Panel on Takeover and Merges, или Takeover Panel) был учрежден институтами Сити (включая фондовую биржу) в 1968 г., чтобы навести порядок в джунглях поглощений, где возникало больше всего злоупотреблений (см. главу 10). Сам он непосредственно не входит в регулирующие рамки FSA, хотя в наши дни его решения, если требуется, подкрепляются рядом санкций FSA, и эти решения, возможно, могут оставлять право на обращения в FSA (см. главу 10).

Международные проблемы регулирования

Интернационализация рынков ценных бумаг создает различные проблемы для органов регулирования. Во-первых, надзорным органам одной страны трудно эффективно отслеживать деятельность международных фирм по торговле ценными бумагами, которые могут переключать свои «книжки приказов» между Токио, Лондоном и Нью-Йорком в течение одного дня.

Во-вторых, некоторые рынки, такие как евторынки, являются по-настоящему международными в том смысле, что они не принадлежат ни одной стране. Нет никакого наднационального регулирующего органа, обладающего полномочиями заставить соблюдать правила всех участников рынка; повод для озабоченности, периодически возникающий в сообщениях прессы о дискуссиях среди ведущих банкиров.

Наконец, международная природа сегодняшнего бизнеса на рынке ценных бумаг может разрушать усилия национальных органов регулирования, имеющих самые лучшие намерения. Отмена мер валютного контроля (*exchange control*) в Великобритании вместе с использованием номинальных инвесторов (*nominee names*) означает, что англичане, так же как и иностранцы, могут действовать на английских рынках анонимно через посредничество швейцарского банка и испытывать небольшой риск обнаружения того, что они нарушают правила. Также очень трудно отследить продажу сомнительных инвестиционных схем со стороны иностранцев инвесторам в Британии — проблема, которая вред ли облегчается с приходом Интернета.

Система регулирования в действии

Британия имеет традицию достаточно легкого регулирования во многих областях, что способствовало привлечению международного бизнеса в Великобританию и сохранению Сити как международного финансового центра.

Существовали прорехи и в оборонительных порядках. Регулирующая структура SBI не предотвратила воровство многих сотен миллионов фунтов стерлингов из пенсионных фондов компаний, совершенное покойным Робертом Максвеллом (*Robert Maxwell*) в начале 1990-х гг., и многие институты Сити должны разделить ответственность за это бедствие. Пенсионное законодательство в дальнейшем было ужесточено. Однако СРО активно штрафовали и закрывали инвестиционных консультантов, которые отказывались соблюдать правила.

Самая профильная акция SIB касалась неправильной продажи индивидуальных пенсий (*mis-selling of personal pension*). Рас-

следование подтвердило, что сотни тысяч людей были убеждены торговыми агентами, среди которых были мужчины и женщины, отказаться от хорошо продуманных профессиональных пенсионных программ в пользу индивидуальных пенсий, которые приносили намного меньшие доходы. Правительство должно взять на себя достаточную степень ответственности за эту ситуацию, поощрявшую частных лиц заключать индивидуальные пенсионные соглашения без гарантий того, что действовали достаточные меры безопасности. Но SIB, если и не предотвратил это бедствие, продемонстрировал достаточную твердость в ликвидации его последствий.

На ведущие страховые компании были наложены штрафы, и они были вынуждены отозвать своих торговых агентов с улицы обратно в классы для переподготовки. Более того, те, кто нес ответственность за предоставление некорректных советов (или их работодатели), должны были заплатить своим жертвам за финансовые потери, которые те, вероятно, понесли. Данный процесс до сих пор не завершился и влечет за собой передвижения сумм в миллиарды долларов. Однако директора обвиненных компаний фактически остались невредимыми.

1990-е годы были неблагоприятным периодом для продавцов страхования жизни. Камнем преткновения был вопрос о поляризации (*polarization*) (см. глоссарий), когда финансовые посредники должны были решить, становиться ли им независимыми инвестиционными консультантами или просто продавать на рынке инвестиционные продукты одной группы. Эта система подтолкнула многих бывших независимых связать себя с конкретным поставщиком сберегательных продуктов и породила страхи, что по-настоящему независимый совет в области инвестиций превратился в еще большую редкость. Более того, независимость предположительно независимого совета сама оказывается под вопросом, когда консультанты оплачиваются за счет комиссионных, которые получают от тех продуктов, которые они продают (см. главу 21). Однако система регулирования гарантировала, что покупатели полисов страхования жизни и инвестиционных продуктов получают больше информации, чем раньше, о тех комиссионных, которые получит торговый агент. Но, учитывая огромную сложность многих сберегательных продуктов, вероятность того, что большинство покупателей будет направляться к наиболее подходящим продуктам, не велика. Литература, предназначенная для продвижения продуктов, часто в лучшем случае является сложной, а в худшем — слишком туманной и запутанной. Остается посмотреть, сможет ли FSA произвести радикальные улучшения в этой сфере.

Когда система дает сбой

В идеале система регулирования скорее предотвращает, чем выявляет и наказывает правонарушителей, когда злоупотребления уже произошли. В случае серьезных финансовых преступлений прибегают к возбуждению уголовного дела. Но правовая система Британии часто оказывалась неэффективной в вынесении приговоров в специализированных делах о приписываемых финансовых преступлениях.

Часто (и зачастую несправедливо) ответственность за такое положение дел возлагается на **Управление по серьезным мошенничествам (Serious Fraud Office, SFO)**, хотя свыше $\frac{2}{3}$ дел, которые оно ведет, завершается приговорами. У SFO есть краткая сводка расследованных и получивших судебное развитие случаев, связанных с серьезным и крупным мошенничеством, особенно там, где затронуты публичные интересы. Она будет содержать большинство случаев, которые, вероятно, попадут в газетные заголовки. Обычно данное управление занимается только теми делами, в которых задействованы суммы £5 млн и больше, но сейчас этот порог опускается до £1 млн для тех дел, которые удовлетворяют специальным критериям.

Реальная проблема состоит в том, что основные мошенничества часто носят сложный характер, который вызывает затруднения даже у подготовленных бухгалтеров, не говоря уже о понимании со стороны непрофессионального жюри присяжных. Предполагаемые мошенники, кажется, способны получить самую лучшую юридическую помощь, какими бы ни были их шансы «пойти ко дну». Делались предложения о том, чтобы со сложными делами о мошенничествах занимались судья и эксперты-консультанты, а не судья и жюри присяжных. Но эти предложения до сих пор встречают сопротивление. Дополнительной сложностью является большое количество людей и организаций, которые могут оказаться затронутыми, когда подозревается мошенничество, в связи с кончиной компании. Ликвидаторы, пытающиеся спасти какое-то имущество для акционеров и кредиторов, могут обнаружить, что им нелегко получить информацию, когда некоторые из вовлеченных сталкиваются с уголовными обвинениями. Наличие криминальных обвинений может помешать и собственным расследованиям прессы.

Вы также часто можете прочесть ссылки на **Бригаду по мошенничествам (Fraud Squad)**. На практике большинство полицейских сил имеют своих собственных экспертов по финансовым преступлениям. Городская полиция Лондона держит крупный отдел по расследованию мошенничеств. Но в контексте преступлений в Сити можно встретить ссылки на такую орга-

низацию, как Управление криминальных расследований полиции Лондонского Сити. Около десятка человек этого управления в 1999 г. помогли в любое время SFO, и еще свыше 55 человек работали в своей собственной штаб-квартире на Вуд-стрит в Сити. Оно самостоятельно расследует преступления, совершенные в пределах «квадратной мили» (т. е. в Лондонском Сити), а сложные случаи может передавать в SFO. Расследование по делу Максвелла начала Бригада по мошенничествам Сити и передала дело SFO, когда вскрылся масштаб неприятностей.

Интернет-ссылки

Главный веб-сайт по вопросам природы регулирования — это, конечно, сайт Управления финансового надзора www.fsa.gov.uk/. Отметим, в частности, растущее количество публикаций для потребителей, большинство из которых могут быть скачаны бесплатно. Также отметим Центральный регистр, где вы можете проверить, имеет ли продавец финансовых продуктов соответствующее разрешение. Есть подробности о деле с неправильными продажами пенсий и свежие «сигналы тревоги для инвесторов» о текущих делах (опасности «дневной торговли» широко освещались, когда фондовый рынок бушевал в конце 1999 г.). Существует также секция для профессионалов по регулированию оптовых рынков. Сайт Министерства торговли и промышленности www.dti.gov.uk/ содержит информацию о роли министерства в регулировании и расследованиях. Сайт *Companies House* находится по адресу www.companieshouse.gov.uk/; как отмечалось, вы можете бесплатно по сети получить основную информацию об акционерной компании (адрес, дата регистрации и т. д.) и там же имеется указание о том, где и как получить более подробную информацию. Если вы хотите узнать, какого рода информация о членах публики собирается различными организациями в их компьютерных базах данных, то загляните на сайт *Data Protection Registrar* www.dataprotection.gov.uk/. Совет по стандартам бухгалтерской отчетности имеет очень полезный сайт www.asb.org.uk/ со ссылками на другие органы английских бухгалтерских властей. Если ваши интересы распространяются на регулирование в Соединенных Штатах Америки, стоит посетить сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам www.sec.gov/. Там есть полезный образовательный материал, но также существует и возможность проверить данные о компаниях, существующие у SEC, по базе данных EDGAR.

Глава 23. Печать и Интернет: финансовые страницы

Если мы говорили о финансовых страницах, когда первое издание этой книги появилось на свет в 1987 г., никто не испытывал особых сомнений относительно того, что именно мы имели в виду. Это были куски финансового текста, перемежаемые странным рисунком или таблицей, напечатанные на розовой или белой бумаге. Сегодня все изменилось. Термин «страницы» с такой же вероятностью может относиться к электронным страницам в **Интернете**, доступным посредством компьютера, модема и телефонной линии. Поэтому данная глава сейчас разделена на две отдельные, хотя и пересекающиеся части. Сначала мы будем иметь дело с традиционными печатными средствами информации. Во второй половине этой главы мы обратимся к электронным страницам, многие из которых являются побочными ответвлениями этих известных изданий.

Англичане традиционно имели доступ к очень широкому кругу материалов для чтения по финансовым проблемам. Многие из них выходят как дополнение к обыкновенным ежедневным изданиям в виде разделов о бизнесе и Сити в национальных ежедневных и воскресных газетах. Во времена бума на финансовых рынках национальные газеты получают большую часть своих доходов от финансовой рекламы, и количество финансовых страниц в изданиях увеличивается, чтобы отразить возросший интерес.

Но любой обзор финансовой прессы должен начинаться с лондонской *Financial Times*, или *FT*. Ежедневно продается 440 000 экземпляров газеты, из которых около 240 000 продается за границей. Она печатается в двух городах в Великобритании, в пяти городах в США, а также во Франции, Германии, Швеции, Италии, Испании, Японии и Гонконге. Зарубежные издания содержат более широкий объем информации, относящейся к местным рынкам. В Англии эта газета является Библией Сити, и в те редкие дни в прошлом, когда розовые страницы *FT* по каким-то причинам не появлялись, Сити чувствовало себя оставшимся без руля. Газета предлагает международную информацию благодаря ряду заграничных корреспондентов, от не-

достатка которых страдает большая часть английской прессы. Английское издание как само собой разумеющееся охватывает все основные финансовые рынки Великобритании и наиболее важные зарубежные рынки. Это дневник новостей английских компаний. Сообщаемые новости освещают основные политические, экономические, деловые и финансовые события по всему миру. Ее интересы распространяются на искусство, спорт и отдых. Новости подаются при помощи анализа информации и тематических статей. А ее статистическая информация и показатели цен на всех ведущих финансовых рынках являются гораздо более глубокими, чем можно найти где-нибудь еще. В рабочие дни *FT* разделяется на две секции, в первой из которых излагаются более общие новости национального и международного бизнеса и политики, а во второй — специфические новости компаний и финансовых рынков. В субботу газета делится на три основные секции плюс журналы и приложения.

Фактически про *FT* легче сказать, чего она не охватывает, чем про все то, что она освещает. Во-первых, она не дает инвестиционных рекомендаций как таковых, хотя вы можете прочитать это между строк в колонке инвестиционных комментариев и в некоторых комментариях о компаниях. Во-вторых, она обычно имеет дело скорее с фактами, чем со спекуляциями, хотя ее сообщения о ситуации на рынках должным образом регистрируют слухи, которые изменяют цены акций. Такая информация, во многом основанная на пустой болтовне, не всегда полностью отражает характер деятельности в Сити. Ее ближайший американский аналог, *Wall Street Journal*, также читают в Сити: в основном за его освещение североамериканского бизнеса. Он не является серьезным вызовом *FT* на ее национальном поле. Нет нужды говорить, что *FT* присутствует и в Интернете с рядом веб-сайтов, включающих www.ft.com/ для основного потока финансовых и деловых новостей и www.ftyougmoney.com/ для освещения проблем личных финансов.

Не каждый имеет возможность ежедневно читать газету масштабов *FT*. Финансовые страницы качественной прессы — *Guardian*, *Independent*, *Daily Telegraph*, *The Times* — предлагают альтернативу, охватывающую главные темы деловых и финансовых новостей и кратко описывающую многие менее важные события. Аналогичная формула — рассказы о новостях, сообщение результатов деятельности компаний, редакционные комментарии и тематические статьи — всплывает в различных видах. В то время как *Guardian* иногда проявляет скорее равнодушное отношение к специальным рекомендациям в отношении акций, остальные три газеты предлагают регулярные инвестиционные комментарии.

По субботам эти добротные ежедневные газеты — наподобие *FT* — изменяют свои страницы и посвящают большую часть доступного места рассказам о проблемах личных финансов: вопросам налогообложения, страхования, коллективных инвестиций, таких как паевые фонды, и семейному финансовому планированию в целом.

Ряд ведущих английских региональных газет — *Birmingham Post*, *Yorkshire Post* и *The Scotsman* — следуют образцу национальных ежедневников, хотя и с уклоном в сторону новостей местного бизнеса, региональных событий.

Находящиеся ниже уровня «серьезных» ежедневных изданий *Daily Mail* и *Daily Express* отводят меньше места освещению финансовых новостей, хотя *Mail*, в частности, временами оказывает значительное влияние на фондовый рынок. Следствием этого является более сильное ударение на одну или две основные финансовые «истории». Обе газеты помещают отчеты о состоянии фондового рынка, и обе они имеют постоянные разделы по вопросам личных финансов. Внимание к финансовым новостям в лондонской *Evening Standard* показывает, что эта информация рассматривается как важный элемент продаж в битве за деньги читателей. Финансовые страницы *Standard* печатаются на розовой бумаге — комплимент *Financial Times*, хотя сама *FT* не всегда рассматривала это именно так.

Тяжеловесные воскресные газеты — *Sunday Times*, *Observer*, *Sunday Telegraph* и *Independent on Sunday* — начинаются с предположения, что их читатели уже узнают основные темы финансовых новостей откуда-то еще. Поэтому акцент делается на анализе фактов, стоящих за историями, которые попадут в финансовые заголовки на будущей неделе. Некоторым из них в этом помогают финансисты (или их советники по связям с общественностью), которые считают приемлемым обсуждение предполагаемых событий, связанных с заключением сделок на рынках до начала следующей недели. Не каждая «история» появляется в результате кропотливой работы журналиста, имеют место и «партизанские подходы». Все эти газеты рассказывают о личных финансах, и все они время от времени активно дают подсказки относительно покупки тех ли иных акций, часто основанные на множестве «близких к рынку слухах». Вдобавок к «общим» воскресным газетам *Sunday Business* также ставит своей задачей донесение до читателей честных и сбалансированных рассказов о новостях в сфере финансов и бизнеса.

Благодаря широкому освещению финансовых проблем в национальной прессе в Великобритании существует относительно небольшое количество журналов о фондовом рынке. Самым крупным и самым старым является *Investors Chronicle*, который

сегодня находится в тех же руках, что и *Financial Times*. Его сильной стороной традиционно был очень подробный анализ прибылей и перспектив компаний, полезных для тех, кто хочет следить за своими текущими инвестициями, а также найти идеи для новых инвестиций. Он дает специальные рекомендации по акциям, но большая часть его материалов содержит элемент оценки или совета. Причем есть специальные материалы, предназначенные для помощи новичкам на рынках ценных бумаг. Журнал также регулярно освещает вопросы, связанные с личными финансами. Значительно более высокий тираж у журнала *The Economist*. В настоящее время внутренние финансовые рынки занимают относительно небольшое место на его страницах, хотя он отличается сильным освещением проблем международного бизнеса.

Отражением снижения прямых инвестиций на фондовом рынке со стороны частных лиц и роста программ коллективных инвестиций является «расцвет» публикаций по проблемам личного финансового планирования для частных лиц. Возникают новые журналы, а старые меняют свои названия или своих владельцев. Любой стенд с газетами и журналами предлагает довольно обширный выбор, возможно, включая *Money Observer* (ответвление газеты). *Money Which* предлагает для своих подписчиков консультации по финансовым услугам и продуктам. Существуют также специализированные журналы, советующие, за какой закладной обратиться и т. п.

Журналы по личным финансам для частных лиц не должны смешиваться с публикациями, предназначенными в основном для финансовых посредников — страховых брокеров и так называемых финансовых консультантов, — которые продают на рынке инвестиционные продукты населению. Лидерами здесь являются ежемесячные *Money Management* и *Planned Savings*, оба из которых предлагают подробное освещение деятельности паевых, страховых фондов и других инвестиционных продуктов. *Money Marketing* — это еженедельное информационное издание, привлекающее к работе своих конкурентов и которое нацелено почти на тот же рынок. Эти издания в области бизнеса, связанного с личными финансами, пересекаются с отраслевыми журналами для страховой и пенсионной отрасли (существует целый легион журналов, связанных со страхованием).

Банковская деятельность обслуживается журналом *Banker*, ежемесячным журналом, находящимся у тех же собственников, что и *Financial Times*, а рынок евровалют — ежемесячным журналом *Euromoney* и аналогичными изданиями из той же конюшни. Еженедельное обозрение *International Financing Review* предназначено главным образом для банков и банкиров, которые

совместно формируют крупные финансовые пакеты на международном рынке, которые описывает данное обозрение.

Британия обладает чрезвычайно развитой отраслевой прессой. Недвижимость обслуживается давно учрежденными еженедельными изданиями *Estate Gazette* и *Property Week* (раньше оно называлось *Chartered Surveyor Weekly*). Бухгалтерия опугана многочисленными печатными изданиями, из которых наиболее примечательными являются ежемесячный журнал *Accountancy* и ежедневная бесплатная газета *Accountancy Age*.

Бюллетени новостей публикуются самим рынком. Многие сектора финансового сообщества обслуживаются рядом специальных бюллетеней, таких как налогообложение, бухгалтерия и рынок евробондов. Вдобавок к этому существует ряд фондовых бюллетеней — листков с подсказками о покупке акций, основанных на конфиденциальной информации (*tip sheets*), предлагающих себя непосредственно публике.

Некоторые бюллетени о состоянии фондового рынка являются зарегистрированными, подкрепленными хорошими исследованиями и обладающими репутацией. Но некоторые из них носят явно сомнительный характер. Их претензии на успешные рекомендации в прошлом могут оказаться несостоятельными в случае подробного критического разбора. Оставляя в стороне издержки по распространению, следует отметить, что войти в бизнес по изданию информационных бюллетеней легко — требуется всего лишь компьютер, телефон — и они привлекают достаточное количество торговцев, стремящихся быстро разбогатеть. Вам следует соблюдать осторожность!

Электронные страницы

Предупреждение, которое мы озвучили в отношении обычных бюллетеней, действует с удвоенной силой, когда мы обращаемся к электронным страницам. В целом в Интернете никто не навязывает издательские стандарты правдивости и точности. Там содержится много опасного хлама, особенно в разделе, связанном с подсказками об операциях с акциями, а также среди групп новостей и дискуссионных групп. Однако существуют и полезные информационные ресурсы. Вне всякого сомнения, Интернет преимущественно испытывает уклон в сторону американских источников, но мы здесь сконцентрируемся на сайтах, имеющих, в частности, отношение к Великобритании, и в целом посмотрим на те из них, которые предлагают бесплатную информацию.

Однако сначала мы должны подчеркнуть те предупреждения, которые озвучили в начале данной книги. Будьте немного

осторожны с сайтами, которые не дают названия и физического адреса той организации, которая их предлагает. Вам это может потребоваться для оценки возможного качества и достоверности информации на сайте. Разумеется, будьте вдвойне осторожны в том случае, если сайт предлагает брокерские и банковские услуги.

Всегда проверяйте дату документа, к которому вы обращаетесь, и будьте осторожны, когда такая дата отсутствует. Многие организации, которые страстно хотели появиться в Интернете, являются гораздо менее педантичными в поддержании сайта и изменении информации в соответствии с новыми данными и устранением старого материала или публикаций. Вы можете случайно наткнуться на налоговые ссылки, которые относятся к давно не действующим налоговым ставкам (даже государственные органы не всегда дают их правильно!).

Наконец, не обольщайтесь скоростью и силой Интернета. Да, он позволяет вам с большой легкостью торговать акциями, товарами и т. п. Но опасность состоит в том, что все эти вещи склонны рассматриваться как своего рода компьютерная игра — со всем этим очень легко забыть, что вы можете потерять реальные деньги и сделать это очень быстро. В особенности следует осторожно относиться к такой практике, как «дневная торговля» — покупка и продажа ценных бумаг в пределах короткого отрезка времени, чтобы воспользоваться преимуществом краткосрочных изменений цен. Если вас это соблазняет, сначала посмотрите на предупреждение Управления финансового надзора.

Существует любое количество заголовков, с помощью которых вы можете классифицировать финансовую информацию, доступную в Интернете. Вдобавок вы можете посмотреть на нее с точки зрения вида материала или типа поставщика. Сначала мы подошли к ней с точки зрения собственно материала. Но перед тем, как вдаваться в детали, нужно сделать одно общее замечание. Установление связи со «Всемирной паутиной» для получения необходимой информации может потребовать огромного количества времени и напрасных усилий. Поэтому используйте сайты, которые, вместо того чтобы самим предоставлять большой объем информации, предлагают ссылки на наиболее полезные источники.

Имеется большое количество таких сайтов в области финансов. Основные «порталы», такие как *Yahoo*, имеют разделы финансовых и деловых новостей, которые предлагают подобные ссылки. Но есть два сайта, которые мы считаем особенно полезными в качестве отправных точек в контексте английских финансов и бизнеса, это сайт, поддерживаемый Шейлой Вебер

из Университета Стрэтклайда, и сайт, который ведет Питер Темпл. Первый можно найти по адресу www.djs.strath.ac.uk/business/, а второй — по адресу www.cix.co.uk/~ptemple/. Сайт Стрэтклайда имеет свои собственные поисковые возможности, чтобы найти вид связи, который вы хотите, плюс определенный объем базовой информации по каждому из сайтов, на который он дает ссылку. Однако это касается деловой информации, а не подробностей об онлайн-банках и брокерах, хотя он может указать вам на другие сайты, которые будут содержать эту информацию.

Сайт Питера Темпла состоит из серии списков веб-сайтов по различным категориям, таким как котирующиеся на бирже английские компании; основные европейские компании; поставщики информации о ценах фондового рынка; сами рынки; брокеры; сайты, посвященные личным финансам, и т.п. Он предоставляет ссылку, но в целом не дает никакой дальнейшей информации. Если вы не знаете наверняка, что вы ищете, сайт Стрэтклайда будет для вас самым лучшим выбором. Если вы знаете, что ищете, например электронный адрес компании или брокера, сайт Питера Темпла, возможно, будет самым быстрым средством для этого поиска. Оба сайта также свободны (по крайней мере, на момент написания) от чрезмерного количества графиков, всплывающих рекламных объявлений и общей суматохи, которая делает доступ ко многим сайтам таким болезненным опытом. Если вы случайно захотите глубже погрузиться в вопросы инвестирования или поиска деловой информации через сеть, Питер Темпл также является автором подробного путеводителя: *The new online investor*. Подробности этой книги можно найти на его веб-сайте.

Информация о зарегистрированных на бирже компаниях

Информацию о зарегистрированных на бирже компаниях можно получить из различных источников. Большинство из более-менее крупных компаний имеет свои собственные веб-сайты (вы можете легко получить к ним доступ через связующий сайт Питера Темпла). Качество этих сайтов сильно различается, но лучшие из них снабдят вас достаточным объемом основной информации и позволят посмотреть или скачать данные о последних прибылях или другие объявления и пресс-релизы. Вы также можете загрузить полную версию самого последнего отчета и счетов в формате Adobe Acrobat (PDF), хотя это потребует достаточного количества времени и может увеличить ваши телефонные счета. Но если вы не торопитесь, есть более дешевый путь получения этой же самой информации. Сайт CAROL

по адресу www.carol.co.uk/ позволяет взглянуть на отчеты многих компаний в режиме реального времени. Существует также связанная с *Financial Times* служба, доступная по адресу www.annualreports.ft.com, где вы можете заказать большое количество корпоративных отчетов с бесплатной доставкой по почте в течение нескольких дней. Большинство сайтов отдельных компаний также предлагают электронный адрес, который вы могли бы использовать для заказа отчета по почте. На более хороших сайтах вы сможете найти самую последнюю цену акций и ценовую историю акций компаний. Компания также может предложить отчеты о последних ее брифингах для фондовых аналитиков. Они могут включаться в специальную секцию «для инвесторов» на сайте компании, который также может предоставить финансовый календарь — вроде дат основных заявлений о прибылях компании, сроках дивидендных выплат, датах общих собраний акционеров и т. д. и сведения о главных профессиональных консультантах компании. Также там могут быть ссылки на веб-сайты отдельных групп предприятий.

Наравне с информацией от самих компаний в Интернете присутствует информация о зарегистрированных на бирже компаниях на других инвестиционных сайтах. Большая ее часть имеет прямое отношение к ценам на акции, но для тех, кто хочет получить более фундаментальный анализ, главной стартовой точкой является сайт Хэммингтона Скотта www.hemscott.net/. Он также предоставляет информацию о ценах на акции. Здесь присутствует большое количество бесплатной и достоверной информации по зарегистрированным на бирже и на вспомогательном рынке AIM компаниям, включая основную статистику, прошлые цены акций (вы можете получить график изменения цен на 10 лет назад), прогнозы брокеров о прибылях и т. п. Сегодня Хэммингтон Скотт также действует как бесплатный интернет-провайдер (ISP), и те, кто пользуются доступом в Интернет через него, имеют право на получение большого количества дополнительной бесплатной информации. Другие могут получить доступ к этой информации за определенную плату.

Информация о ценах и результатах деятельности

Существует целый ряд сайтов, предоставляющих информацию о самых свежих ценах на акции, об изменениях фондовых индексов, курсов валют и т. д. Во время написания книги сведения о ценах на акции, которые вы могли получить бесплатно, запаздывали на четверть часа или 20 минут, а за доступ к ценам в реальном времени вам требовалось заплатить. Запаздывающих

цен обычно достаточно для потребностей самых чувствительных частных инвесторов — они наверняка обладают большим преимуществом по сравнению с ценами закрытия предыдущего дня, доступными из утренних газет. Визит на сайт *Market-Eye Internet* www.market-eye.co.uk/ является особенно ценным, потому что вы получаете возможность загрузить данные о ценах акций компании или отдельных рыночных индексах за пять лет. Затем вы можете поместить эту информацию в таблицы и по своему желанию работать с этими данными. Некоторые сайты, включая сайты по личным финансам, позволяют вам хранить детали вашего собственного портфеля и автоматически переоценивать его, когда вы этого захотите.

Цены на индивидуальные сберегательные продукты, такие как паевые фонды или страховые облигации, можно получить на целом ряде сайтов по личным финансам, а в некоторых случаях также предлагаются таблицы сравнительной эффективности. Два «всесторонних» сайта, которые охватывают как фондовый рынок, так и личные финансы, это *Interactive Investor International* по www.iii.co.uk/ и *Moneyextra* (теперь включающий *Moneyworld*) по адресу www.moneyextra.com/. Они предлагают полезную стартовую точку для новичков в сети, а также услуги для более опытных пользователей.

Рынки

Фондовые биржи и другие виды финансовых рынков как в стране, так и за рубежом обычно имеют свои собственные веб-сайты. Некоторые из них сообщают цены (Лондонская фондовая биржа к таким не относится). Как правило, они больше предназначены для предоставления информации о функционировании рынка, методиках сделок, типах зарегистрированных компаний, о том, как установить контакт с брокером, и т. д. Сайт Лондонской фондовой биржи www.londonstockexchange.com/ и другие фондовые биржи перечисляются в конце данной главы.

Финансовые новости

Основные газеты имеют веб-сайты с электронными версиями новостей, включая разделы финансовых новостей. Веб-сайт *Financial Times* www.ft.com/, конечно, почти исключительно посвящен новостям финансов и бизнеса. Большинство текущей и недавней информации предлагается бесплатно, хотя во время написания этой книги вы должны были заплатить за то, чтобы взглянуть на прошлые статьи, которые были опубликованы более нескольких месяцев назад. Отдельный сайт FT, по-

священный личным финансам, находится по адресу www.ftyoumoney.com/. Газетная группа *Daily Mail/Evening Standard* имеет особый финансовый сайт www.thisismoney.com/, который посвящен преимущественно информации, связанной с личными финансами, а группировка *Guardian/Observer/Money Observer* располагает сайтом по личным финансам www.moneyunlimited.co.uk/. Основные финансовые журналы также присутствуют во «Всемирной паутине». Сайт *Investors Chronicle* www.investorschronicle.co.uk/ преимущественно полезен подробным перечнем фондовых брокеров, список их услуг и комиссионных. Ведущие агентства новостей тоже предоставляют финансовые новости в режиме реального времени, как только они появляются. *Reuters* дает информацию на своем сайте www.reuters.com/news/ (выберите опцию «бизнес» для международных финансовых новостей). Материалы *Reuters*, посвященные освещению событий в Великобритании, могут быть найдены по адресу <http://uk.finance.yahoo.com/> вместе с множеством другой финансовой и иной информации. Альтернативным источником английских финансовых новостей является агентство *Bloomberg* с адресом www.bloomberg.com/uk/. Многие другие финансовые и инвестиционные сайты плюс «портальные» сайты регулярно получают новости из одного или другого источника.

Продукты для личных сбережений

Есть два основных вида источников информации по продуктам, предназначенным для личных сбережений и кредитов (в которые мы будем включать паевые фонды, страховые облигации, ISA, закладные, пенсии и т. д., вплоть до ставок по депозитам). Существуют общие веб-сайты по личным финансам и сайты отдельных продавцов сберегательных продуктов, таких как страховые компании, фондовые менеджеры и банки. Если вы заходите на сайт отдельного продавца, помните, что продавец завышает преимущества своего собственного продукта. Сравните его с одним из общих сайтов по личным финансам, который предлагает сравнимую информацию. Ассоциация инвестиционных компаний имеет свой собственный сайт www.aipc.co.uk/, где имеется полезный базовый материал по инвестиционным фондам в целом. О паевых фондах рассказывается на сайте Ассоциации паевых и инвестиционных фондов www.investment-funds.org.uk/. Полезная и предназначенная для инвесторов информация о деятельности паевых фондов и инвестиционных компаний есть на сайте www.trustnet.co.uk/.

Брокерская и банковская деятельность в режиме реального времени

Мы сознательно не включали адреса сайтов отдельных фондовых брокеров и банков. Новички присоединяются к их рядам столь быстро, что наши данные давно бы устарели. Мы также отказались от рекомендации конкретных фирм или услуг. Вы можете найти списки и ссылки на веб-сайте Питера Темпла, а также на сайтах, посвященных личным финансам, и других, таких как *Moneyextra* или *Interactive Investor International*. Как отмечалось, сайт *Investors Chronicle* предлагает подробности о брокерах с информацией о комиссиях, которые они взимают. Заметим, что онлайн-брокерские услуги означают разные вещи для разных фирм. Послание приказов о покупке или продаже по электронной почте не то же самое, что отдать приказ о совершении покупки или продажи напрямую через Интернет для немедленного исполнения.

Базовые и образовательные материалы

За исключением рыночных дилеров, торгующих в течение дня, эти материалы возможно наиболее ценный ресурс Интернета. В настоящее время для обычной публики открыт доступ к широкому набору информации — пресс-релизы, предварительные брифинги и т. д., которые были доступны только для журналистов и тому подобных людей. Большинство организаций, предоставляющих информационные услуги, сегодня делают новости и пресс-релизы доступными для всех на своих веб-сайтах. К этим организациям относятся отдельные компании, рынки и биржи, профессиональные фирмы, такие как бухгалтеры и оценщики (а также их профессиональные ассоциации), органы регулирования и государственные ведомства. В дополнение к сообщениям о новостях многие организации предлагают ряд взвешенных публикаций, которые могут быть взяты прямо из компьютера или заказаны по электронной почте. Круг этих организаций слишком широк, чтобы подробно разбирать его здесь, но он распадается на ряд категорий.

Во-первых, имеется образовательный материал. Из широкого ряда источников доступны достаточно простые руководства по инвестициям и по отдельным инвестиционным продуктам: они есть на веб-сайтах по личным финансам, сайтах Ассоциации паевых и инвестиционных фондов, сайте организации ProShare, разделе «Share-Aware» сайта Лондонской фондовой биржи, на сайте Управления финансового надзора и многих других. Качество самих материалов различается, и их не всегда легко найти, но небольшие раскопки окупаются. Например, есть полезный вводный курс по рынку государственных облигаций, опубликованный под

названием «*Gilts: An Investor Guide*» на веб-сайте английского Министерства по управлению долгом на сайте www.dmo.gov.uk/. Но вы должны выбрать «публикации», затем «другие публикации» и перебрать достаточно длинный список, чтобы найти его. А для беспристрастного описания ISA вам не обязательно заходить на веб-сайт Казначейства www.hm-treasury.gov.uk/ или на сайт Управления финансового надзора www.fsa.gov.uk/. Оба они предлагают фактическую информацию о структуре ISA, которая может оказаться полезным противовесом от страдающих преувеличением рассказов продавцов ISA. Сайт *Inland Revenue* с адресом www.inlandrevenue.gov.uk/ включает множество брошюр и других публикаций, дающих информацию или указания о различных аспектах налоговой системы, хотя убедитесь, все ли, что вы загрузили, отражает последние изменения.

Во-вторых, доступен большой объем статистической информации, хотя снова спектр информации достаточно широк, чтобы охватить его здесь. Например, вы можете получить от Лондонской фондовой биржи месячные сводки о рыночной деятельности, новых эмиссиях и т. д. На сайтах государственных органов также доступно большое количество финансовой и экономической статистики, хотя и не столь много, как могло бы иногда показаться (поскольку долгосрочная статистическая информация продается на коммерческой основе во множестве изданий, то, что вы можете получить, может быть ограничено данными последних месяцев). Есть два главных пути на английские правительственные сайты. Государственная информационная служба ССТА на сайте www.open.gov.uk/ предлагает начальную точку для доступа на все другие сайты — *Inland Revenue*, Казначейства, Министерства торговли и промышленности. Кроме того, каждое министерство имеет свой отдельный адрес, к которому вы можете получить прямой доступ.

В-третьих, доступен большой объем технической информации. Это скорее заинтересует профессионала или серьезного студента, хотя и имеет более широкое применение для бизнеса в целом. Примером подобного рода является информация о подготовке к введению евро на сайте Банка Англии www.bankofengland.co.uk/. Точные подробности соглашений, регулирующих работу фондовой биржи, с другой стороны, явно важны для фирм, работающих на фондовой бирже, но могут представлять ограниченный интерес для более широкой публики. Однако они находятся на веб-сайте, если вы захотите их найти. Аналогичным образом, если вы хотите знать точные подробности конструкции фондовых индексов FTSE, то вы можете найти их на сайте *FTSE International* www.ftse.com/. Но он явно не предназначен для чтения перед сном.

Ниже приводится список веб-сайтов под разными заголовками. Там, где один сайт предлагает ряд различных услуг, он может появляться более одного раза. Этот список ни в коей мере не является исчерпывающим. В целом перечисленные сайты относятся к тем, которые автор посетил в ходе подготовки этой книги к пятому изданию и которые, как кажется, предлагают что-то интересное или полезное.

Веб-сайты

Указатели на источники информации

Есть ряд подобных сайтов, но для связи с наиболее полезными веб-сайтами вам следует попытаться выйти на один из двух связующих сайтов, о которых мы уже упоминали.

Piter Temple Linksite www.cix.co.uk/~ptemple/
University of Strathclyde www.dis.strath.ac.uk/business/

Цены акций, индексы, валюты

Существует ряд сайтов, предлагающих цены на акции с задержкой во времени (или цены в реальном времени за плату), включая сайты фондовых брокеров и некоторые порталы сайты. Для более полного списка можно посмотреть сайт Питера Темпла.

Freequotes www.freequotes.co.uk/
Hemmington Scott www.htvscott.net/
Interactive Investor www.iii.co.uk/
Market-Eye www.market-eye.co.uk/
Moneyextra www.moneyextra.com/

Брокеры и банки (ссылки)

Нетрудно найти ссылки на брокеров и банки — брокерские рекламные объявления «Торгуйте сейчас!» всплывают на многих финансовых сайтах, которые вы посещаете. Вы можете получить список интернет-брокеров на сайте Питера Темпла или на сайтах по личным финансам, а сайт *Investors Chronicle* предлагает исчерпывающую информацию по брокерам.

Биржи, рынки и соответствующие сайты

Здесь приводятся основные английские финансовые рынки со своими веб-сайтами и выборка основных зарубежных сайтов. Также включены сайты основных регулирующих органов США и Великобритании.

American Stock Exchange www.amex.com/
Chicago Board of Trade www.cbot.com/
Chicago Board Option Exchange www.cboe.com/
CREST settlement system www.crestco.co.uk/

EASDAQ www.easdaq.be/
EUREX www.eurexchange.com/
Financial Services Authority www.fsa.gov.uk/
FTSE International (индексы) www.ftse.com/
German Stock Exchange (Франкфурт) www.exchange.de/
International Petroleum Exchange www.ipe.uk.com/
LIFFE www.liffe.com/
Lloyd's of London www.lloydsolondon.com.uk/
London Metal Exchange www.lme.co.uk/
London Stock Exchange www.londonstockexchange.com/
NASDAQ www.nasdaq.com/
New York Stock Exchange www.nyse.com/
OFEX www.ofex.co.uk/
Paris Stock Exchange www.bourse-de-paris.fr/
Securities and Exchange Commission www.sec.gov/
SETS (Лондонская торговая система) www.sets.co.uk/
Tokyo Stock Exchange www.tse.or.jp/

Информация о компаниях и инвестициях

Фундаментальную информацию о компаниях не так легко найти, как информацию о ценах на акции. Помимо собственных веб-сайтов компаний, сайт Хэммингтона Скотта является хорошей стартовой точкой для подобного поиска. Некоторые исследования о компаниях доступны и на других сайтах, хотя и не всегда бесплатно, а сайты фондовых брокеров могут предоставлять исследовательские отчеты для их клиентов. Информация о состоянии коммерческой недвижимости доступна на сайте *Investment Property Databank*.

Carol (отчеты компаний в режиме онлайн) www.carol.co.uk/
Companies House www.companieshouse.gov.uk/
Extel Survey of Brokers' Analysts www.primarkextelsurvey.com/results
Financial Times www.ft.cpm/
FF reports service www.annualreports.ft.com/
Hemmington Scott www.hemscott.net
IPD (информация о коммерческой недвижимости) www.propertymail.com/ipd/

Личные финансы и коллективные инвестиции

В этой области существует много сайтов, начиная с тех, которые охватывают все стороны сбережений и личных финансов (возможно, включая акции), до тех, которые специализируются на деятельности фондов, таких как Trustnet, Lipper и Micropal. Приведенные ниже адреса представляют собой только выборку.

AAA Investment Guide www.wisebuy.co.uk/
Association of Investment Trust Companies www.aitc.co.uk/

Association of Unit Trusts and Investment Funds www.investment-funds.org.uk/

FT Your Money www.ftyourmoney.com/

Guardian/Observer/Money Observer www.moneyunlimited.co.uk/

Interactive Investor www.iii.co.uk/

Lipper (Reuters) www.lipperweb.com/

Micropal (Standard & Poor's) www.micropal.com/

Mjneynet www.moneynet.co.uk/

Moneyweb www.moneyweb.co.uk/

Moneyextra www.moneyextra.com/

This is Money www.thisismoney.com/

TrustNet www.trustnet.co.uk/

Газеты, журналы и новости

Основные новости, предлагаемые в электронных версиях на главных газетных сайтах, обычно бесплатны, хотя вам может потребоваться зарегистрироваться для получения доступа.

BBC www.bbc.co.uk/

Bloomberg www.bloomberg.com/uk/

Daily Express www.express.co.uk/

Economist www.economist.com/

Estates Gazette www.egi.co.uk/

Euromoney www.euromoney.com/

Financial Times www.ft.com/

FT personal finance www.ftyourmoney.com/

Guardian and Observer www.newsunlimited.co.uk/

Guardian/Observer personal Finance www.moneyunlimited.co.uk/

Independent www.independent.co.uk/

Investors Chronicle www.investorchronicle.co.uk/

Mail/Standard personal Finance site www.thisismoney.com/

Reuters www.reuters.com/

Sunday Times www.sunday-times.co.uk/

Telegraph www.telegraph.co.uk/

Times www.the-times.co.uk/

Образовательные и объясняющие материалы

Для получения самых базовых представлений об инвестициях начните с сайта *ProShare*. Для некоторых своевременных предостережений плюс ради других образовательных материалов посмотрите на предложения Управления финансового надзора. Информация о продуктах для личных сбережений имеется на многих сайтах, включая сайты Ассоциации паевых и инвестиционных фондов и общие сайты о личных финансах. Ради брошюр по различным вопросам налогообложения зайдите на сайт *Inland Revenue*.

AAA Investment Guide www.wisebuy.co.uk/

Association of Investment Trust Companies www.aitc.co.uk/

Association of Unit Trusts and Investment Funds www.investmentfunds.org.uk/

Bank of England www.bankofengland.co.uk/

Министерство по управлению долгом (по государственным облигациям) www.dmo.gov.uk/

Министерство торговли и промышленности www.dti.gov.uk/

Управление финансового надзора www.fsa.gov.uk/

FT annual reports service www.annualreports.ft.com/

FT Your Money www.ftyourmoney.com/

Inland Revenue www.inlandrevenue.gov.uk/

Interactive Investor www.iii.co.uk/

Kauders Portfolio Management (по государственным облигациям) www.gilt.co.uk/

London Stock Exchange www.londonstockexchange.com/

London Stock Exchange (инвесторы) www.share-aware.co.uk/

Moneyweb www.moneyweb.co.uk/

MoneyWorld www.moneyworld.co.uk/

ProShare www.proshare.org.uk/

Комиссия по ценным бумагам и биржам (США) www.sec.gov/

Казначейство www.hm-treasury.gov.uk/

Государственные ведомства, регулирующие органы, органы, устанавливающие стандарты, и т. д.

К государственным ведомствам Великобритании можно получить доступ через сайт Государственной информационной службы ССТА, или вы можете воспользоваться сетевыми адресами отдельных ведомств. Здесь также представлены адреса некоторых основных европейских и международных организаций.

Совет по стандартам бухгалтерской отчетности www.asb.org.uk/

Bank of England www.bankofengland.co.uk/

British Invisibles www.bi.org.uk/

Business Link www.businesslink.co.uk/

Central Office of Information www.coi.gov.uk/

City of London www.cityoflondon.gov.uk/

Companies House www.companieshouse.gov.uk/

Комиссия по конкуренции www MMC.gov.uk/

Data Protection Registry www.dataprotection.gov.uk/

Министерство по управлению долгом www.dmo.gov.uk/

Министерство торговли и промышленности www.dti.gov.uk/

Enterprise Zone www.enterprisezone.org.uk/

Euro (подготовка) www.euro.gov.uk/

Европейский банк реконструкции и развития www.ebrd.com/

Европейский регистр предприятий www.ebr.org/

Европейский центральный банк www.ecb.int/

Европейская комиссия www.europa.eu.int/

Информация о евро Европейской комиссии www.europa.eu.int/euro/

Евростат www.eu.int/en/comm/eurostat/

Совет по финансовой отчетности www.frc.org.uk/

Financial Reporting Review Panel www.frrp.org.uk/

Управление финансового надзора www.fsa.gov.uk/

Inland Revenue www.inlandrevenue.gov.uk/

Международный валютный фонд www.imf.org/

Комитет по честной торговле www.oft.gov.uk/

Организация экономического сотрудничества и развития www.oecd.org/

Управление по серьезным мошенничествам www.sfo.gov.uk/

Казначейство www.hm-treasury.gov.uk/

Официальная статистика Великобритании www.statistics.gov.uk/

Мировой банк www.worldbank.org/

Всемирная торговая организация www.wto.org/

Профессиональные и отраслевые организации

Некоторые из сайтов профессиональных организаций в большей степени предназначены для их членов, а не для широкой публики, но все же могут содержать полезную информацию

Ассоциация английских страховщиков www.abi.org.uk/

Ассоциация консультирующих актуариев www.aca.org.uk/

Ассоциация инвестиционных компаний www.aipc.co.uk/

Ассоциация паевых и инвестиционных фондов www.investmentfunds.org.uk/

Ассоциация английских банкиров www.bankfacts.org.uk/

Ассоциация английского венчурного капитала www.bvca.co.uk/

Ассоциация строительных обществ www.bsa.org.uk/

Chartered Institute of Bankers www.cib.org.uk/

Chartered Insurance Institute www.cii.co.uk/

Конфедерация английской промышленности www.cbi.org.uk/

Корпоративное управление (институциональный сайт) www.ivis.computasoft.com/

Институт лицензированных бухгалтеров (ICAEW) www.icaew.co.uk/

Институт директоров www.iod.co.uk/

Ассоциация участников международного рынка ценных бумаг www.isma.co.uk/

Национальная ассоциация пенсионных фондов www.napf.co.uk/

RISC Investment Property Forum www.ipf.org.uk/

Королевский институт сертифицированных оценщиков www.rics.org.uk/

Конгресс тред-юнионов www.tuc.org.uk/

Как читать между строк

Читать финансовые страницы — это одно дело. Читать финансовые страницы между строк — это совсем другое искусство. Финансовые журналисты не всегда говорят именно то, что думают, часто потому, что от этого их удерживает очень строгое законодательство о клевете. Более того, они рассказывают о целом мире — мире финансов, который имеет свои собственные пласты жаргона и псевдонаучной болтовни, часто маскирующей банальную природу происходящего.

Чтобы закончить наше исследование финансовых рынков, здесь приводится менее серьезное руководство по некоторым из более запутанных выражений, которые вы могли бы встретить в финансовых отчетах и финансовой прессе. Эти интерпретации являются исключительно личными и никак не подразумевают, какие слова и фразы используются в любой конкретной газете или статье в предлагаемом здесь смысле.

Первая проблема возникает перед финансовым журналистом тогда, когда он хочет передать предупреждение или выразить свое неверие. Помните, что мы говорим о деньгах, и удивительно большое количество людей воспринимает деньги очень серьезно: особенно те, кто надеется сделать много денег или уже имеет их в достаточном количестве, чтобы бояться потерять. Поскольку это определение охватывает большую часть людей в Сити, журналист атакует их на свой страх и риск. Обычного отвлеченного предположения, что директора *Muggitt Finance* навели порядок, чтобы выглядеть в розовом свете перед подготовкой своих прогнозов будущей прибыли, достаточно, чтобы дать повод для преследований со стороны юристов *Muggitt*.

Может ли журналист на самом деле без опасности для себя предположить, что акция является слишком переоцененной, даже если он не подразумевает помутнения в мозгах на стороне директоров? Это спорный вопрос, и он часто будет пытаться найти способ обойти его. «Акции *Muggitt* упали с 300 до 100 пенсов только за этот год, и держатели акций должны рассмотреть возможность забрать свои прибыли» — это один подход. Если он просто думает, что у них слишком высокий курс, без того чтобы компания обязательно скатилась вниз, он мог бы

сказать: «Имея коэффициент PE, равный 35, *Muggitt Finance* оценивается достаточно высоко по сравнению со среднеотраслевым показателем; эта аномалия, вероятно, должна сгладиться в ближайшем будущем». Он не имеет в виду, что акции других компаний в этом секторе должны вырасти. Журналист подразумевает, что *Muggitt* направляется к своему падению. Другой способ сказать то же самое следующий: «При коэффициенте PE 35 инвесторам не следует игнорировать потенциальную возможность снижения *Muggitt*». Выражение «не для вдов и сирот» просто означает «сильно спекулятивная» и иногда «ни для кого, кто в здравом уме». Это скорее похоже на определение «восстанавливающаяся акция» (recovery stock). Оно может означать акцию, которая собирается расти, когда компания восстановится, или компанию, которая долго не продержится на этом уровне, если она не восстановится.

Когда журналист предполагает, что акции «оценены полностью» (fully valued), он почти наверняка пытается сказать «переоценены» без того, чтобы слишком глубоко не обидеть компанию. Это не то же самое, что описать их как «справедливо оцененные» (fairly valued), потому что это выражение, возможно, означает, что автор не знает, склонится ли она в ту или иную сторону («надежное долгосрочное владение» также подразумевает, что он твердо занимает выжидательную позицию).

Был один журналист в дни, предшествующие введению десятичной системы котировки, который говорил откровенно и предполагал, что акции одной компании, «стоящие на 2 шиллингах 6 пенсах» были «дороже почти на полкроны». Его судьба затерялась в тумане истории.

Комментарий о личностях еще более опасное дело. Для финансового журналиста не может быть такого слова, как жулик, по крайней мере пока он не будет благополучно осужден и не окажется за решеткой (что бывает в Британии редко, если только его преступление не является достаточно большим). Газетный юрист мог бы позволить ему лишь выражение «противоречивый финансист из Сити». Соответственно вы будете время от времени читать куски, вроде следующего: «По сообщениям из Панама Сити, м-р Сирил Бак, противоречивый финансист, возглавляющий переживающую неприятности *Muggitt Finance group*, сегодня подверг сильной критике решение аудиторов компании заявить, что отчеты были составлены на вызывающей сомнения основе и не отражают истинного и справедливого взгляда на положение дел в компании». На нормальный язык это можно было перевести так: «Сирил Бак, этот пройдоха, стоящий во главе *Muggitt*, сбежал. Он раздражен, потому что аудиторы гово-

рят, что компания является банкротом и ее отчеты скрывают недостатки».

Но в профессии журналиста имелись и личности сомнительного характера, возможно действующие на окраинах того конца рынка, который занимается подкасками о покупке акций, и почти наверняка пишущие для фондовых «бюллетеней новостей» того рода, которые предъявляют претензии на глубокое понимание будущих изменений цен. Будьте осторожны, когда читаете следующее: «С тех пор как Редьярд Шарп встал у руля компании в конце прошлого года и влил свой частный бизнес в *Salter Way Holdings*, она считается одной из самых динамичных групп в секторе финансовых услуг. Ее акции вращаются на узком рынке, но должны покупаться по ценам до 200 пенсов».

Это может быть хорошо обоснованная и искренняя подкаска. Но с таким же успехом это могло бы означать: «Рудди Шарп впахнул свою частную компанию *Salter Way* по непомерной цене и теперь выжимает из этих акций все, что можно. Вот почему он пригласил меня на ланч на прошлой неделе. Компания переполнена бросовыми бумагами, но вокруг не так уж много акций, поэтому цена взлетит вверх, если к делу подключатся простаки и купят их по моему совету. Вот почему я сам купил 20 000 по 140 пенсов на прошлой неделе. Я продам их в тот момент, когда мои читатели поднимут цену до 190».

Жуликоватые авторы — редкость. Два типа финансовых комментаторов могут представлять опасность для вашего финансового здоровья: чрезмерно туманные и чрезмерно точные. Сколько раз вы видели, что акцию описывают в следующих выражениях: «Акции продаются с коэффициентом PE, равным 12, который слишком щедр для сегодняшних рынков». Что это означает? Что рейтинг слишком хорош для инвестора (акции оцениваются ниже своей истинной стоимости и должны быть куплены)? Или оценка истинит компании (акции переоценены и должны быть проданы)? Решайте сами.

Другой вариант — это чрезмерно точный комментарий, который скорее всего появляется в аналитических циркулярах, созданных ездящими на «порше» аналитиками брокерских фирм, но также вполне может появиться и в финансовой прессе: «Приобретение *Nuggins* должно принести около £2,735 млн прибыли до уплаты налогов *Bloggins Plc* в следующем году. Предполагая вызванный внутренними источниками рост продаж в диапазоне от 11,7 до 11,8% и улучшение показателя прибыли в бизнесе лесоматериалов на 2,34%, акции по цене 393 пенса идут на прогнозируемый коэффициент PE на уровне 14,27 и сильно рекомендуются к покупке с перспективой на

7 месяцев». Грубо говоря, это могло бы означать следующее: «Ваше предположение о прибылях *Bloggins* так же хорошо, как и мое. Но наше подразделение маркетинга имеет запас акций *Bloggins* в своих книгах, и они попросили меня помочь сплавить их. И именно за то, что я пишу подобного рода ерунду, они платят мне £80 000 в год».

Крупные институциональные инвесторы знают, материалы каких фондовых аналитиков стоит читать. Самые «исследовательские» материалы отправляются прямо в корзину, и у одного очень большого финансового института есть гигантская корзина на колесиках, которая раз в неделю провозится по помещению инвестиционного департамента, чтобы собрать имеющиеся у брокеров циркуляры для сжигания в костре.

Большая часть того, что вы читаете о Сити, встает на место, если вы держите у себя в уме несколько простых фактов. Большинство людей, связанных с финансами, которых встречает обычный человек, — это торговые агенты того или иного сорта. Подобно торговым агентам в любой другой области, они намереваются продать вам тот товар, который принесет им самые высокие комиссионные, или который им случилось иметь в запасе. Подобно любым торговым агентам, они не всегда являются лучшими людьми, способными проконсультировать вас о достоинствах этого продукта.

Они сталкиваются с определенной проблемой, когда рынок опускается или собирается идти вниз. «Вложите свои деньги в *Bloggins* — и вы потеряете не больше половины этой суммы» — это вовсе не привлекательное торговое предложение. Они должны убедить себя и своих клиентов, что рынки собираются расти вечно. Или они придумывают стратегии наподобие «переключения», которые приносят комиссионный доход, но в которых отсутствует прямая рекомендация «покупать». В любом случае это послание будет, вероятно, обматываться дальнейшими слоями болтовни.

Вот пример: «Майк Пафф, менеджер паевых фондов *Duffer group*, ожидает, что рынок акций за год вырастет на 20–25%, несмотря на свой слабый старт, учитывая относительную силу английского корпоративного сектора». Это можно было перевести как: «Майк Пафф знает так же мало, как и все мы, но он участвует в игре по всучиванию инвестиций».

Или послание от брокера клиенту: «Соответственно мы рекомендуем переключиться с *Sainsbury* на *Tesco* на основании роста дохода. Наши графики показывают, что...» Здесь значение могло бы быть следующим: «Нам наплевать, какую из двух акций вы выберете, но мы загребем комиссионные всякий раз,

как только вы продаете одну и покупаете другую. На следующий год мы порекомендуем вам переключиться обратно».

Наконец, ни один из обзоров разговоров о деньгах не будет полон без взгляда на один из бастионов традиций Сити. ежедневный отчет о ситуации на фондовом рынке. В них часто можно увидеть фразы типа: акции «закрылись на узком (неактивном) рынке, замешкавшись в ходе нервной торговли». Прелесть фраз подобного рода в том, что слова могут использоваться почти в любом порядке, с небольшим изменением смысла или вообще без него: «Нервно закрылись на неактивном (вялом) рынке со смешанной торговлей», «Шла нервная торговля при вялом (узком) смешанном закрытии» и т. д. Возможно, это что-то для кого-то и значит. По крайней мере, это заполняет площади колонок и помогает сохранить мистику финансовых рынков.

Краткое руководство по денежным разговорам

Здесь приводится краткий словарик некоторых обычных в настоящее время терминов и фраз, которые вы можете встретить, с объяснением их возможных значений.

Запоздалая коррекция рынка. Близкое изменение финансовой системы.

Свободный рынок. Рынок, на котором ценами акций можно манипулировать в условиях относительной свободы от официальных регулирующих органов.

Саморегулирование. Регулирование финансовых рынков их участниками и в интересах участников.

Международный (или глобальный) рынок ценных бумаг. Система, гарантирующая, что паника в Нью-Йорке или Токио быстро докатится до Лондона — или наоборот.

Народный капитализм. Средство для продажи акций в государственных монополиях некоторым из тех людей, которые уже владеют ими.

Дилер-инсайдер. Инвесторы, которые не работают в Сити, являясь «внешними дилерами» или «дилерами-аутсайдерами».

Акции получают сильную институциональную поддержку. Это ситуация, когда ребята решили заняться вымогательством.

Наш исследовательский отчет предполагает... В отчете брокера по новой эмиссии это может означать, что далее следуют редкие непроверенные факты, собранные по крупницам из собственных проспектов компании.

Вслед за приобретением Muggett была запущена поэтапная программа освобождения от активов. Мы получили контроль, а затем, как сумасшедшие, распродала активы.

Финансовый конгломерат, ориентированный на покупки на фондовом рынке. Тасующий ценные бумаги раздиратель активов.

Покупающий финансовый предприниматель-антипод. Рыночный налетчик из Австралии или Новой Зеландии.

Цветной обычно связывается со словом предприниматель. Это не означает расиста, как не подразумевает и обладателя голубой крови. **Цветные предприниматели (colorful entrepreneurs)** — это активные фондовые операторы. Когда их тактика приносит плоды, они процветают. Они получают акры пышно-го текста от пройдох, дающих внутреннюю информацию об акциях, и их конкуренты уходят зелеными от злости или белыми от гнева. Они слишком часто перенапрягаются и остаются с большими долгами.

М-р Редьярд Шарп рассматривает свой пакет в 18% акций Nuggins как долгосрочную инвестицию. Руди Шарп на следующей неделе выставит акции Nuggins на продажу.

С точки зрения долгосрочной перспективы... Глядя вперед на следующие пять минут...

Мы энергично реагируем на недавние жалобы покупателей. В отчете компании это может означать, что они увеличивают бюджет отдела по связям с общественностью и проводят на ТВ компанию по созданию собственного имиджа — в остальном все идет, как и прежде.

Отчет правдиво и точно отражает положение дел в компании в соответствии с требованиями Закона о компаниях... В аудиторском отчете ведущего банка это, возможно, означает, что отчет представляет правильные данные, за исключением того, что £5 млрд кредитов Латинской Америке ничего не стоят, но не могут быть списаны, потому что у банка нет ресурсов.

...Освобожден от ответственности за повседневную деятельность, так что он может сконцентрироваться на долгосрочном развитии компании. Уволен. Работников увольняют; директора отбывают на «мерседесе» компании в потоке эвфемизмов. Когда директора увольняют по причине здоровья, это не обязательно означает, что дело именно в его текущем самочувствии. Именно это произойдет с его здоровьем, если он постарается остаться.

Раздел *«Как читать между строк»* перепечатывается с любезного разрешения *Independent*, в которой версия этого раздела впервые появилась.

Глоссарий

Accepting house (акцептные дома). Старое название для верушки торговых банков в Великобритании, которые, как правило, являются членами Комитета акцептных домов.

Administrator, administration (администратор, администрирование). Закон о несостоятельности 1986 г. ввел новую процедуру, известную как **администрирование**. В качестве альтернативы закрытию (ликвидации) несостоятельной компании суд может (при поддержке кредиторов) выдать предписание об **администрировании**, одобряющее назначение **администратора**, если кажется, что это в долгосрочном плане может принести более хороший результат. Администратор ведет дела компании, продает ее по частям, чтобы выплатить долги, там и тогда, когда это кажется предпочтительным. Надежда заключается в том, что эти поступления будут больше, чем если бы компания закрылась и ее активы были бы немедленно проданы, и даже может оказаться возможным сохранить сердцевину компании и восстановить нормальную деятельность в будущем. Процедура чем-то похожа на временную защиту от кредиторов, на которую могут претендовать американские компании в соответствии с **главой 11** их собственных законов о банкротстве.

Alternative investments (альтернативные инвестиции). Относится к объектам, по крайней мере, частично относящимся к инвестициям, которые обычно не рассматриваются как финансовые активы. Примерами являются: предметы искусства; грегорианское серебро; античные монеты; **обанкротившиеся облигации** и т. д. Иногда называются **предметами коллекционирования (collectibles)**. В этом смысле альтернативные инвестиции не имеют ничего общего с Альтернативным инвестиционным рынком для акций небольших компаний.

American Depositary Receipts, ADR (американские депозитарные расписки). Вместо торговли собственно акциями английских компаний можно покупать и продавать АDR, которые подтверждают право собственности на эти акции. Сами акции хранятся на счете в банке. Торговля АDR вместо акций сокращает административную суматоху с регистрацией изменений в праве

собственности на акции и избавляет от необходимости платить гербовый сбор по каждой сделке.

American Stock Exchange (американская фондовая биржа). Меньшая из двух фондовых бирж в Нью-Йорке, теперь поглощенная НАСДАК. Более крупная, на которой обращаются акции большинства крупных компаний, — это Нью-Йоркская фондовая биржа.

Annual General Meeting, AGM (общее годовое собрание акционеров). Общее собрание компании, на котором на голосование акционеров ставятся обычные рутинные вопросы: одобрение отчетов, оплата аудиторов, перевыборы совета директоров и т. д.

Annual percentage rate, APR (фактическая стоимость кредита). От организаций, получающих кредит в Великобритании, требуется сообщать его истинную стоимость в процентах в виде фактической стоимости кредита. Именно поэтому многие способы, в которых выражается процент в рекламных объявлениях, могут вводить в заблуждение без учета APR. Индивиду, который занимает £100 и выплачивает их обратно по частям в течение года, может предлагаться единая ставка (*flat rate*), скажем, в 12%. Но это означает, что он платит 12% на полную сумму кредита в течение всего года, в то время как после 6 месяцев в действительности было использовано £50. Истинная ставка процента, или APR, более чем вдвое выше единой ставки.

Annuity (аннуитет). Форма пенсии, приобретенная у страховой компании. В простейшей форме покупатель платит единовременную сумму, в обмен на которую он получает обусловленный доход до конца жизни, частично состоящий из дохода от уплаченных денег, а частично от дохода на капитал. Будет это или нет хорошей стоимостью, зависит от того, насколько долго проживет покупатель.

Arbitrage (арбитраж). Использование преимущества за счет разницы в цене ценной бумаги, валюты и т. д. обычно на двух разных рынках. Если акции *Fastbuck Finance* котируются по 200 пенсов в Лондоне, но при этом по 205 пенсов в Амстердаме, арбитражер получил бы прибыль от продажи акций в Амстердаме и покупки в Лондоне. Это привело бы к падению цены в Амстердаме и росту цены в Лондоне, и аномалия была бы устранена. Арбитраж в этом смысле является одним из примеров того, как спекулянты помогают сгладить работу рынка. В Соединенных Штатах арбитраж часто связывается с рискованым арбитражем, который связан с занятием позиций по акциям в сделке по поглощению.

Articles of Association (устав компании, банка). Форма письменного соглашения (технически это контракт между акционерами и компаниями), которая требуется от английских компаний. Охватывает ряд (часто стандартных) моментов, таких как полномо-

чия на получение кредитов, эмиссия акций и т. д. Обычно употребляется в связи с Меморандумом об ассоциации (*Memorandum of Association*), который содержит информацию о целях компании, акционерном капитале и т. д. (См. также *Companies House*.)

Asset stripping (поглощение компании, чьи акции котируются ниже стоимости ее активов). Получение контроля над компанией с целью продажи ее активов (часто недвижимости) с прибылью вместо развития бизнеса как такового. Было обычным делом среди практиков в области поглощений в начале 1970-х гг.

Asset-backed securities (ценные бумаги, обеспеченные активами). Результат секьюритизации различных форм задолженности. Компания, которая выдает кредиты по кредитным картам, могла бы выпустить ноты с плавающей процентной ставкой или другие виды ценных бумаг для инвесторов на фондовом рынке, процент и погашение основной суммы по которым осуществляется за счет платежей от пользователей кредитных карт. Наиболее обычная форма обеспеченных активами ценных бумаг в Великобритании — это ценные бумаги, обеспеченные неделимым пулом ипотек.

Auction market preferred stock (аукционные привилегированные акции). Форма привилегированных акций, выпускаемая английскими компаниями или их филиалами в США. Хотя технически это акционерный капитал, привилегированные акции обладают некоторыми характеристиками долга с плавающей процентной ставкой, так как дивиденд является не фиксированным, а изменяется вместе со ставками денежного рынка.

Audit committee (внутренний аудиторский комитет). Существующий в различных формах в разных зарубежных странах внутренний аудиторский комитет — это комитет, состоящий из неисполнительных директоров, который занимается проверкой различных сторон финансового управления компанией со стороны исполнительных директоров. Создание внутренних аудиторских комитетов было рекомендовано Комитетом Кэдбери.

Back office (бэк-офис брокера). Подразделение, где выполняется бумажная работа по оформлению сделок с акциями.

Bad debts (плохие долги). Деньги, которые компания дала в долг, или выданный товарный кредит, которые не будут возвращены, возможно, из-за того, что заемщик обанкротился. Плохие долги должны будут быть списаны со счетов компании.

Base rates (базовые ставки). Существуют основные ставки процента, предлагаемые ведущими коммерческими банками. Хотя эти банки в теории конкурируют друг с другом, на практике они обычно будут котировать одну и ту же ставку, поскольку стоимость их фондов во многом одна и та же. Менее известным банкам может потребоваться предложить немного более высокую

процентную ставку, чтобы привлечь средства. Базовые банковские ставки — это процентные ставки, наиболее часто встречающиеся в сообщениях прессы об изменениях процентных ставок. Базовые ставки быстро изменяются, чтобы отразить изменения в официальных процентных ставках (см. **ставки репо**), и будут показывать стоимость заимствований для большей части населения. Процентные ставки по большинству суд частным лицам и мелкому бизнесу устанавливаются по отношению к базовым ставкам. Заемщик мог бы платить по своей ссуде, скажем, на пять или шесть **процентных пунктов** больше базовой ставки, поэтому если базовая ставка составляет 6%, то он платил бы 11 или 12%. То, сколько он будет платить, будет изменяться вместе с изменениями базовых ставок. Аналогичным образом ставки процента, получаемые вкладчиками, возможно, сохраняют прежнее соотношение с базовыми ставками. Крупные кредиты ведущим предприятиям скорее привязываются к **ЛИБОР**, чем к базовым ставкам, и соответственно будут более быстро отражать стоимость денег на оптовых рынках денег.

Bed and breakfast («кровать и завтрак»). Метод операций на бирже, при котором инвестор продает определенную акцию в один день, а затем выкупает ее обратно на следующее утро. Цель обычно заключается в том, чтобы зафиксировать убыток в интересах налогообложения прироста капитала — инвестор может иметь прибыль от прироста капитала в том году, когда убытки от снижения стоимости капитала могут быть компенсированы за счет снижения налоговых обязательств.

Benchmark gilt, bond (базовая государственная облигация). Государственная облигация, чья доходность к погашению принимается в качестве отправной точки, относительно которой при эмиссии устанавливаются доходности по корпоративным облигациям и с которой они сравниваются в дальнейшем. Будут использоваться разные базовые облигации для краткосрочных, среднесрочных и долгосрочных ценных бумаг.

Beta (бета). Показатель изменчивости (волатильности) акции. Акция с высокой бетой реагирует на изменения ситуации на фондовом рынке ростом или падением своей стоимости в большей степени, чем рынок в среднем.

Bi-lateral facility, credit line (двустороннее обязательство, кредитная линия). Кредитное соглашение, заключенное заемщиком с одним банком, а не с синдикатом банков. Заемщик, однако, мог бы провести переговоры об отдельных двусторонних соглашениях с рядом отдельных банков.

Black economy (теневая экономика, или экономика наличных). Сферы экономики, где сделки не регистрируются (и следовательно, не облагаются налогами). Если ваш местный водо-

проводчик предлагает две цены за свою работу — одну, которая будет включать НДС, если вы захотите получить счет, и более низкую, если вы платите наличными и забываете о бумагах — вы почти наверняка вносите свой вклад в теневую экономику, если платите наличными.

Blue Arrow affair (дело «Голубой стрелы»). Более правильно его назвать делом *National Westminster Bank*, или *County NatWest*. Большой скандал, который в июле 1989 г. привел к отставке президента *National Westminster Bank*, увольнению нескольких высших должностных лиц и различных служащих *County NatWest*, закрытию дочерней компании, занимающейся инвестиционной банковской деятельностью, и фирмы по работе с ценными бумагами *UBS Phillips & Drew*. Скандал касался эмиссии прав на сумму £837 млн, осуществленной группой агентств по трудоустройству *Blue Arrow*, и различных уловок, использованных их банкирами и брокерами для маскировки относительно низкой цены выкупа акций инвесторами.

Board of directors (совет директоров). Мужчины и женщины, несущие юридическую ответственность за деятельность компании. Структура совета сильно различается у разных компаний. Директора, которые также являются служащими компании и несут управленческую ответственность, являются **исполнительными директорами**. Директора, которые просто предлагают свой опыт и советы в ходе расширенных заседаний, не являются служащими компании и, возможно, работают где-то еще, являются **не-исполнительными директорами**. Председатель совета директоров (**chairman**) председательствует на расширенных заседаниях, но на практике не обязательно является высшим человеком в иерархии компании, если только не объединяет эту должность с должностью **президента компании (chief executive)**. Президент несет ответственность за управление работой компании в целом и часто является одновременно **директором-распорядителем (managing director)**. В некоторых компаниях эти должности разделены, при этом директор-распорядитель играет подчиненную роль (американцы говорят о президенте как о **главном исполнительном директоре, Chief Executive Officer, CEO**). Другие директора могут различаться в соответствии с их зоной ответственности: **финансовый директор** и т. д. Каждой компании также требуется **управляющий делами (company secretary)**, ответственный за выполнение необходимой по законодательству бумажной работы, связанной с деятельностью компании. Он или она может быть или не быть при этом директором компании. Вам надо узнать вашу компанию, чтобы понять, кто из директоров в действительности чего стоит — титулы могут оказаться обманчивыми.

Boiler room («котельная»). Комната со множеством телефонов, обычно в зарубежной стране, где не могут действовать британские

регулирующие органы, из которых находящиеся под сильным давлением трейдеры пытаются продать бумаги непосредственно публике. Уничжительный термин. (См. также **bucket shop**.)

Bond (облигация). Форма средне- и долгосрочного долгового обязательства, выпускаемого компаниями, правительством и т. д., обычно приносящего процент и, как правило, обращающегося на рынке. Может быть обеспеченной и не обеспеченной. Процент может быть фиксированным или плавающим (см. также **gilt-edged stock, government securities** и **corporate bonds, industrial debentures, loans, floating rate notes**). Облигации в Великобритании обычно имеют номинальную стоимость £100. Облигации с фиксированным процентом выплачивают постоянную ставку процента на эту номинальную стоимость £100. Но доходность или доход для инвестора зависит от цены, которую тот платит за облигацию на рынке. Облигация с фиксированной ставкой процента в 5% (имеющая 5%-ный купон) дает доходность около 5,7% всякому, кто покупает ее на рынке по цене £88. А **доходность к погашению** (см.) — это показатель, используемый для общего дохода от облигаций.

Bonuses (бонусы) (в Сити). В хорошие годы служащие фирм в Сити могут получить очень крупные прибавки к своим зарплатам в форме бонусов, связанных с деятельностью фирмы.

Bookbuilding (моделирование заказов). Упражнение, иногда предпринимаемое финансовыми консультантами компании при проведении новой или вторичной эмиссии акций. Они опрашивают основных институциональных инвесторов на предмет того, сколько акций и по какой цене каждый из них мог бы купить. Такой опрос может помочь установить цену на акции этого выпуска и оценить вероятный успех.

Bucket shop (брокерская фирма, проводящая незаконные операции). Операция по «навязыванию» (чрезмерному продвижению) отдельных акций публике. Задействованные акции часто отличаются сомнительным качеством. (См. «котельная».)

Buy-back (обратный выкуп (акций)). Многие компании стремятся получить от своих акционеров разрешение на выкуп обратно определенной части своих собственных акций на фондовом рынке, если или когда условия будут благоприятствовать этому. Иногда покупка или уничтожение определенной части акционерного капитала может улучшить показатель дохода на оставшиеся акции.

Cadbury Committee (Комитет Кэдбери по финансовым аспектам корпоративного управления). Комитет, который выработал кодекс (Кодекс Кэдбери), направленный на ужесточение различных аспектов финансового контроля в компаниях. Его реко-

мендации включали учреждение комитетов по вознаграждениям (см.) и внутренних аудиторских комитетов (см.).

Capital gains tax, CGT (налог на прирост капитала). Налог, выплачиваемый с прибыли от продажи большей части активов, в частности акций. Однако прибыли от продажи государственных ценных бумаг (хотя и не отделение купона от государственных облигаций) и квалификационных облигаций компаний исключаются из-под налогообложения. Инвесторы в Великобритании могут реализовать чистую прибыль в £7000 (в 2000—2001 гг.), прежде чем образуется обязательство по выплате этого налога. И при расчете обязательств базовая стоимость активов могла, до апреля 1998 г., увеличиваться в соответствии с изменением инфляции относительно 1982 г., так что налог выплачивался только на «реальные» прибыли. С апреля 1998 г. поправка на инфляцию была заменена сокращающейся скидкой, которая уменьшала налоговые обязательства в соответствии с продолжительностью владения активом, и с личными активами обращались мене благоприятно, чем с активами бизнеса. Налог на прирост капитала сегодня является ужасно сложным и требующим профессиональной консультации.

Capitalize (капитализировать) (см. также **market capitalization, рыночная капитализация**). Используется в нескольких смыслах. Наиболее привычное значение — «превращать в капитал». Резервы капитализируются (превращаются в акционерный капитал) в виде бонусной эмиссии (для пропорционального бесплатного распределения среди акционеров). Процент по займам капитализируется, если, вместо того чтобы выплачиваться из прибыли этого года, он добавляется к стоимости капитала по проекту, к которому относится заимствование. Большинство инвестиций являются процессом капитализации потока дохода. Если здание приносит арендную плату £10 000 в год, то инвестор мог бы согласиться капитализировать этот доход на основе доходности в 5%. Это означает, что он заплатит такую цену за право получения этой арендной платы, которая дает ему 5% дохода на его капиталовложение. Поэтому он оценивает здание в сумму, в 20 раз большую, чем арендная плата, или в £200 000. Капитализировать компанию иногда означает вложить в нее деньги в форме акционерного капитала.

Carpetbagger (саквояжник). Человек, который становится клиентом взаимной страховой компании или строительного общества просто в надежде получить неожиданный доход в виде наличных или акций, если он изменит свой взаимный характер.

Cash cow (наличная корова). Бизнес или часть компании, которая регулярно приносит полезный поток продаж и прибылей, но без очень больших перспектив роста. Распределение молока в Великобритании было в прошлом превосходным примером, хотя теперь экономика могла выступать против этого.

Churning (взбивание). Инвестиционный менеджер «взбивает» инвестиции, которыми управляет от имени своих клиентов, когда он слишком часто переключается между различными акциями, просто чтобы заработать комиссионные или другие выгоды для самого себя или своих коллег.

Clearing house (клиринговая палата). Организация, в частности на фьючерсном рынке, которая согласовывает продажи и покупки, организует сбор маржи (гарантийного депозита) и расчеты, а также обеспечивает гарантии от неисполнения обязательств для клиентов рынка.

Close a position (закрыть позицию). Покупатель, скажем, контракта на 10 тонн металла с поставкой в мае закрывает (ликвидирует) свою позицию, если он позднее продает идентичный контракт. Он больше не имеет невыполненных обязательств по принятию или обеспечению поставки. Если пользователь фьючерсного рынка не выполняет требование о поддержании своей гарантийной маржи, он будет автоматически ликвидирован (**closed out**) рыночными властями, которые купят или продадут контракты от его имени, чтобы закрыть его первоначальную позицию.

Collar, cylinder (ошейник (воротник), цилиндр). Комбинация процентной «шапки» (**cap**) и процентного пола (**floor**), ограничивающая подверженность изменению процентных ставок в определенном диапазоне.

Collateral (обеспечение). Активы, заложенные как обеспечение кредита.

Commercial paper (коммерческая бумага). Форма краткосрочного долгового обязательства, выпущенная для инвесторов компанией или другим известным заемщиком, обычно с дисконтом к своей номинальной стоимости. Сейчас в Британии существует рынок коммерческих бумаг, который был открыт для более широкого круга компаний в Бюджете 1989 г.

Commitment fee (комиссия за обязательство). Комиссионные, которые выплачиваются заемщиком кредитору за договоренность о ссуде или за согласие зарезервировать средства, доступные для ссуды.

Companies House. Название для Регистра компаний, где Регистратором компаний должна храниться юридически необходимая информация по публичным или частным компаниям. Он находится в Кардиффе, но имеет здание в Лондоне и в других городах. За определенную плату любое лицо может получить данные о любой компании (в виде микрофильма). Этот Регистр компаний является полезным источником информации для журналистов, имеющих склонность к расследованиям, и тех, кто проверяет кредитное состояние компании.

Compliance department, officer. Отдел или лицо, ответственные за предотвращение неправильного взаимного переплетения между различными предприятиями, объединенными в рамках одной фирмы, занимающейся операциями с ценными бумагами. Эта система подобна размещению в клетке дюжины кроликов и вручению одному из них красного флажка, чтобы махать, если другие показывают знаки размножения.

Compound interest, simple interest (сложный процент, простой процент). Разница между простым и сложным процентом является важной. Большинство инвестиционных расчетов будут связаны со сложным процентом. Расчет сложного процента предполагает, что процент, приносимый некоторой суммой денег, будет прибавляться к этой денежной сумме (будет реинвестироваться) при своем получении, так что после этого процент будет зарабатывать более крупные суммы, и т. д. Другими словами, вы получаете процент на процент, и в результате этого деньги могут быстро расти. Расчет простого процента, с другой стороны, предполагает, что полученный процент забирается и тратится, так что основная капитальная сумма, с которой вы останетесь, будет равна той, с которой вы начинали. Чтобы увидеть разницу, предположим, что £100 инвестируются на 10 лет под ставку 7% годовых. При использовании формулы простого процента инвестор получит 10 годовых платежей £7, в сумме дающие £70, и получит назад свою сумму £100 по истечении 10 лет. При использовании сложного процента инвестор получит те же самые 7% в первый год, затем на второй год он получит 7% уже на сумму £107, что составляет £7,49, и т. д. К концу десятого года первоначальная сумма вырастет до £196,72, из которых £100 представляют собой первоначальный капитал, а £96,72 — это накопленный процент.

Conglomerate (конгломерат). Диверсифицированная и обычно крупная компания с целым рядом различных и часто не связанных между собой предприятий.

Consideration (встречное удовлетворение, компенсация). Цена, заплаченная за что-то, не обязательно в виде наличных. Если компания А выпускает миллион своих акций для компании В, чтобы заполучить бизнес этой самой компании, эти акции являются компенсацией за покупку.

Contributions holidays (каникулы на выплату взносов) (пенсионный фонд). Компания, использующая для своих сотрудников пенсионную программу, связанную с последней заработной платой, может позволить себе взять каникулы (паузу) на несколько лет для взносов в программу, если у этой программы в наличии имеется больше активов, чем ей требуется для вы-

полнения текущих обязательств. Это может существенно увеличить прибыли компании в краткосрочном периоде.

Counterparty (контрагент). Лицо с другой стороны переговоров или сделки, по которой вы принимаете на себя обязательства. **Риск контрагента (counterparty risk)** — это риск того, что он может не выполнить свои обязательства и соответственно окажется не в состоянии осуществить поставку.

Covenant (условие или статья в договоре). Взятие на себя определенных обязательств в связи, скажем, с получением кредита или подписанием лизингового договора. Используется в договорах о коммерческой недвижимости, чтобы означать «положение арендатора». Если компания *Payola Properties* сдает в аренду одно из своих офисных зданий *ICI* или *Unilever*, она имеет сильное обязательство — арендатор вряд ли не сможет выплатить арендные платежи.

Covered warrant (покрытый опцион). Производный продукт, дающий право подписки на акции компании, индекс и т. д. по фиксированной цене до определенной даты в будущем. Покрытые варранты создаются инвестиционным банком или аналогичной организацией, не компанией, и прибыли или убытки для инвестора могут выплачиваться скорее деньгами, а не передачей акций.

Credit rating (кредитный рейтинг). Независимые агентства, из которых наиболее известными являются американские фирмы *Moody's*, *Standard & Poog's* и *Fitch IBCA*, будут оценивать кредитное состояние долго- и краткосрочных долговых инструментов, выпущенных компаниями. Инвесторы, особенно в Соединенных Штатах, во многом опираются на эти рейтинги надежности облигаций и коммерческих бумаг перед принятием инвестиционных решений. Для компании является плохой новостью, если одно из агентств **понижает** рейтинг ее задолженности в связи с растущим беспокойством о риске. Для описания корпоративного долга очень высокого качества используется термин «тройное А» (**triple-A-rated**).

Crony capitalism (дружеский капитализм). Используется для описания экономической системы, применяющейся, в частности, в некоторых из бывших быстро растущих экономик Тихоокеанского Рима. Подразумевает, что деловые решения принимаются на основе полученных или предоставленных милостей (семье, компаньонам или друзьям), а не на принципах открытого рынка.

Crowding out (вытеснение). Ситуация, когда правительство занимает столь много денег, что для коммерческих заимствований остается мало средств или стоимость заимствования становится чрезмерно высокой.

Cyclical stocks (циклические бумаги). Акции компаний, чья деятельность следует циклической схеме увеличения или снижения прибыльности. Цены акций будут склонны следовать этой схеме или учитывать ее заранее. Примерами в Великобритании являются общее страхование или домостроение.

Datastream. Компьютерная система информации в реальном времени о ценах (текущих и прошлых) на ценные бумаги, биржевые товары, валюты и т. д. Также охватывает темы, связанные с отчетами компаний, экономической статистикой и т. д. Пользователь может изучать и манипулировать информацией из базы данных, а сама она может представляться в текстовой или графической форме. Ряд графиков в этой книге составлен с использованием данных, взятых из системы *Datastream*.

Debenture stock (обеспеченная облигация). В Великобритании обычно используется для описания обеспеченных корпоративных облигаций.

Debt convertible (конвертируемый долг). Нота с плавающей процентной ставкой, которая может позднее конвертироваться по фиксированному курсу по выбору инвестора.

Deep-discounted bond (облигация с глубоким дисконтом). Облигация, выпущенная по цене ниже своей номинальной стоимости в 100. Может приносить или не приносить процент (см. **zero-coupon bond**), но большая часть дохода инвестора, если не весь, находится в форме прироста капитала к погашению (см. также **discount**).

Demutualization (отказ от взаимной формы собственности). Процесс, в ходе которого взаимный банк или строительное общество (принадлежащие своим клиентам) преобразуют себя в компанию с акционерным капиталом.

Deposit protection (защита депозитов). Вкладчикам в Великобритании предлагается средство защиты депозитов, если банк сталкивается с неприятностями. Однако в новом тысячелетии компенсационные соглашения подверглись изменениям (см. также **compensation fund**).

Derivatives (деривативы, производные инструменты). Финансовые инструменты, которые являются побочными результатами базовых продуктов и рынков. Деривативами являются **фьючерсы** и **опционы**, так как они возникают на основе акций, облигаций и т. п. (см. также **forward market**, **forward rate agreement**, **future**, **option**, **cap**, **floor**, **swap**).

Discount (дисконт). Используется во многих смыслах. Фондовый рынок учитывает будущие события, реагируя на них до того, как они происходят. Купить или продать с дисконтом — это купить или продать их по цене ниже некоторого стандартного

показателя стоимости, который зависит от контекста: их номинальной стоимости, предлагаемой цены продавца, их чистой стоимости активов и т. д. В этом смысле он противоположен премии. Учитывать финансовый инструмент — это покупать его ниже номинальной стоимости, зарабатывая доход от прироста капитала, когда он погашается.

Дисконтный брокер (discount broker) — это брокер, предлагающий свои услуги по сниженной цене.

Discretionary (дискреционный, предоставленный на усмотрение). Когда инвестиционный менеджер присматривает за инвестициями клиентов на основе своего собственного мнения, принимая решения по своему усмотрению, а не по желанию клиента.

Дискреционные клиенты брокера — это клиенты, чьи инвестиции он управляет по своему собственному усмотрению.

Disintermediation (дезинтермедиация, избавление от посредников). Устранение посредников. Лицо со свободными деньгами вместо размещения своих денег на банковском депозите напрямую предоставляет их в кредит конечному потребителю.

Distribution (распределение). Обычно это распределение дохода компанией и часто используется как синоним дивиденда.

Diversification (диверсификация). Компания диверсифицируется, когда она расширяет свою деятельность за пределы своего первоначального бизнеса или направлений деятельности (в которых она предположительно разбирается) в другие области деятельности (которые она может не знать настолько хорошо). Это не всегда быстрое средство для достижения успеха. (См. также *conglomerate*.)

Dow Jones Industrial Average (промышленный индекс Доу-Джонса). Наиболее часто цитируемый индекс Нью-Йоркской фондовой биржи. Включает акции 30 компаний, в основном промышленных.

Downside (снижение). «Акции обладают потенциалом снижения» — существует большое пространство для падения цены.

Droplock. Нота с плавающей процентной ставкой, которая может стать фиксированной, если процентные ставки проваливаются до заранее оговоренного уровня.

Due diligence (ознакомление). Процесс очень подробной проверки отчетов компании и ее деятельности, который обычно происходит после достижения соглашения о приобретении или поглощении, но перед его проведением в жизнь. В ходе этого из корпоративного шкафа будут вынуты все «скелеты» компании.

Easier. Слово, которое любят рыночные обозреватели. Если рынок слабеет, цены двигаются вниз (возможно, достаточно мягко).

EBITDA. Доходы до вычета процентов, налогов, обесценения и амортизации: все более популярный показатель прибыли, особенно среди американских компаний.

Employee share ownership plan, trust (ESOP) (план владения служащими акциями своих компаний). В теории один из методов помощи сотрудникам компании приобрести в ней свою долю. На практике в основном используется в Великобритании для направления дополнительных акций директорам или представителям высшего руководства. Дополнительные выгоды заключаются также в усложнении процесса поглощения таких компаний. С этой целью широко используется в Соединенных Штатах.

Enterprise Zone (зона предпринимательства). Выделенные районы страны, где предприятия освобождаются от определенных запретов, применяемых в других местах, особенно от планируемых ограничений и (временно) от необходимости уплаты местных налогов.

Equity (капитал компании) (см. также *debt and equity, negative equity*). Этот термин обычно используется в смысле доли собственника в активах, со всеми рисками и вознаграждениями от собственности, которые приходят вместе с ней. Поэтому он означает обыкновенные акции. Капитал компании — это активы, принадлежащие собственникам, после вычета всех долгов. Если вы покупаете дом за £120 000, используя £20 000 своих собственных денег и ипотечный кредит в £100 000, ваша доля в доме составляет £20 000. Если стоимость дома вырастает до £150 000, стоимость вашей доли в нем вырастает до £50 000 (стоимость дома минус сумма кредита). Если стоимость дома падает до £80 000, то это будет меньше суммы полученной ссуды, и у вас образуется **отрицательный капитал (negative equity)** в £20 000.

Ex-all (ха) (исключая все права). Появляясь после цены акции, это означает, что покупатель покупает ее безо всех прав на все, что бы ни находилось у компании в процессе выпуска: дивиденд, выпуски прав на акции, бонусные выпуски для пропорционального распределения, warrants и т. д. (см. также *xg, xc, xd* и т. д.).

Exit PE ratio (выходной коэффициент PE). Коэффициент PE, который применяется к цене, по которой компания продается или поглощается.

Export Credits Guarantee Department, ECGD (департамент гарантирования экспортных кредитов). Орган, помогающий финансировать внешнюю торговлю, в основном за счет страхования экспортеров от возможности неплатежа со стороны их зарубежных клиентов.

Extraordinary general meeting, EGM (внеочередное общее собрание акционеров). Общее собрание акционеров компании, на

котором на голосование акционеров ставятся не обычные рутинные предложения. Примером вопросов, требующих внеочередного собрания, будут увеличение акционерного капитала или изменения в целях и задачах компании.

Face value. Номинальная стоимость ценной бумаги, обычно отличная от ее рыночной стоимости.

Factoring (факторинг). Форма забалансового финансирования, которая может иметь такие же последствия, как и ссуда. Фактор берет обязательство получить долги, принадлежащие компании, от имени самой компании, с одновременной авансовой выплатой компании части тех денег, которые она должна получить.

Finance Bill, Act (Билья о финансах). Законодательство, посредством которого в Великобритании каждый год проводятся в жизнь бюджетные предложения. Подробные положения Билля о финансах обычно обсуждаются на протяжении нескольких месяцев после выступления канцлера с бюджетным посланием.

Finance house (финансовый дом). Квазибанки, часто принадлежащие ведущим клиринговым банкам. Финансовые дома специализируются на потребительском кредите и других кредитах с погашением в рассрочку, лизинге, факторинге долгов и т. д.

Financial engineering (финансовая инженерия). Трансформация одного вида финансового продукта в другой, который соответствует потребностям конкретного вида заемщика, кредитора или инвестора. Простейшим примером является **процентный своп (interest rate swap)** (см.), когда заемщик может собрать, скажем, средства под фиксированный процент, но обменивает их так, что получает возможность использовать деньги под переменный процент.

Financial instrument (финансовый инструмент). Термин, охватывающий большинство форм кратко- и долгосрочных инвестиций, обращающихся на денежных рынках или фондовой бирже: банковские векселя, депозитные сертификаты, акции, облигации и т. д.

Firm, firmer (крепкий, укрепляться). Когда рынок укрепляется, это означает, что цены скорее поднимаются, чем снижаются, хотя это движение, возможно, описывается как мягкое. Если процентные ставки укрепляются, то они скорее повышаются, чем снижаются, но на рынке облигаций это означает, что цены ценных бумаг будут двигаться вниз (см. также *easier*).

Fiscal year (налоговый год). Год, принятый для бухгалтерских и налоговых целей. В Великобритании налоговый год для правительства начинается с 5 апреля. Компании могут выбирать окончание года по своему желанию, хотя наиболее обычными являются конец декабря и конец марта.

Flat rate (единая ставка). Ставка процента, выраженная таким способом, который часто маскирует истинную ставку процента (см. *annual percentage rate*).

Foreign income dividend (валютный дивиденд). Компании, которые большую часть своих прибылей получают из-за границы и соответственно не облагаются **авансовым корпоративным налогом (unrelieved ACT)**. В Великобритании компании были способны сократить свои общие налоговые обязательства за счет выплаты дивиденда из своих заграничных доходов, которые не облагались английскими налогами. Они не должны были платить (или могли бы потребовать возратить) **авансовый корпоративный налог на валютный дивиденд**. Соответственно акционеры, которые получили дивиденд в иностранной валюте, не получали никакого налогового кредита.

Forward rate agreement, FRA (соглашение о будущей процентной ставке). Форма хеджирования процентной ставки, которая позволяет потенциальному заемщику зафиксировать стоимость денег, которые, как он знает, потребуются ему через, скажем, три месяца. Он защищает себя от неблагоприятных изменений процентной ставки в период до получения кредита, которые в противном случае сделали бы кредит более дорогим в тот момент, когда он ему требуется.

Fraud Squad (Бригада по мошенничествам). Обычно относится к перегруженному работой подразделению полиции Лондонского Сити, специализирующемуся на расследовании предполагаемого мошенничества (см. также *Serious Fraud Office*).

Front-end loaded (разовый комиссионный сбор). Используется при различных видах регулярных инвестиций, включая страхование жизни. Этот термин означает, что значительная часть комиссионных инвестора вычитается из его первых взносов, а не распределяется на весь срок жизни программы инвестиций.

Fully valued (полностью оценены). Выражение «Акции полностью оценены» часто является для журналиста способом выражения того, что они могут быть переоценены. И уж наверняка он не думает, что они дешевы.

Fungible (взаимозаменяемые). Если компания имеет в обращении 10%-ные облигации 2005 г. и позднее решает провести дополнительный выпуск 10%-ных 2005 г., то существует возможность того, что эти два выпуска будут взаимозаменяемы: они могут рассматриваться как одна облигация.

Funny money (смешные деньги). Используются для описания сложных, странных и удивительных форм ценных бумаг, которые иногда придумывают компании. «Частично конвертируемая субординированная, привязанная к индексу облигация с прилагаемым варрантом» была бы «смешными деньгами».

Go-do fund (инвестиционный фонд, нацеленный на получение высокой прибыли). Фонд, который инвестирует в особых ситуациях и в высокоспекулятивные ценные бумаги, а также, возможно, очень активно манипулирует своими инвестициями.

Going concerns basis (действующие базовые условия). Основа, на которой обычно создаются и подвергаются аудиту отчеты компаний. Предполагается, что компания жизнеспособна и продолжает работать. Более низкие оценки обычно присваиваются активам компании, если бы отчеты составлялись на основании предположения, что компания собирается прекратить деятельность (**liquidation or break-up basis**). Если аудитор чувствует себя обязанным указать на то, что он одобряет отчеты на основе действующих базовых условий, то это обычно означает, что существуют некоторые сомнения в том, насколько на самом деле жизнеспособна компания.

Gold (золото). Приобретается в качестве инвестиции особенно в периоды финансовой неопределенности. Деятельность на Лондонском рынке золота традиционно осуществлялась пятью торговыми банками и дилерами по золоту, которые дважды в день «фиксируют» цену на золото в свете спроса и предложения на металл; но теперь сделки открыты для более широкого круга маркетмейкеров.

Golden halo (золотой ореол). Единовременный платеж, чтобы убедить кого-то поступить к вам на работу, особенно в инвестиционном мире.

Golden handcuffs (золотые наручники). Соглашения о закреплении работника на его рабочем месте, по которому тот получает гарантированные бонусы, если остается на определенный период времени, и т. д.

Golden handshake (золотое рукопожатие). Единовременный платеж, предназначенный для компенсации уволенному или сокращенному работнику за потерю работы. Непомерно крупные выплаты обычно используются в случае директоров компаний, которые в целом чаще «подают в отставку», чем увольняются.

Golden parachute (золотой парашют). Соглашения, заранее заключенные с директорами компаний, чтобы обеспечить им счастливое финансовое приземление, если его выгонят в ходе поглощения, и т. п. Включает долгосрочный контракт на обслуживание с большими выплатами при потере работы и т. д.

Gross fund (полный фонд). Инвестиционный фонд, вроде пенсионного фонда, который не попадает под налогообложение и соответственно может наслаждаться всем своим валовым доходом (не облагаемым налогом).

Gross up, grossed up (укрупнять, округлять). Округление — это процесс расчета валового (до уплаты налогов) эквивалента определенного чистого (после уплаты налогов) дохода. Например,

считается, что с дивиденда, полученного инвестором, выплачен налог по базовой ставке. Так, для налогоплательщика, который платит базовую ставку налога, дивиденд в 10 пенсов стоит дохода в 12,82 пенса из другого источника, в случае которого выплачивалась бы ставка налога в 22%. Именно поэтому 12,82 пенса (грубо) являются той суммой до уплаты налогов, которая составила бы 10 пенсов после уплаты налога в 22%. Поэтому для плательщика базовой ставки налога 12,82 пенса могли бы описываться как валовой эквивалент чистых 10 пенсов.

Gross (валовой). Обычно используется в смысле «до выплаты налогов» или «до совершения вычетов».

Hang Seng index (индекс Хенг Сэнг). Наиболее часто предлагаемый индекс цен акций на изменчивом (волатильном) фондовом рынке Гонконга.

Hedge funds (хеджевые фонды). Очень неподходящим образом названное инвестиционное средство, так как они редко имеют дело с хеджированием (страхованием). Это международные фонды, на акции которых подписываются состоятельные индивиды и которыми обычно руководят менеджеры, ориентированные на рост дохода. Менеджеры пытаются достигнуть показателей выше среднерыночных, делая ставки на валюты и специальные ситуации на любом из мировых рынков. Они часто увеличивают свои ставки за счет заемных средств и могут оказывать очень дестабилизирующее влияние на международные рынки, особенно на валютные. Почти что банкротство в 1998 г. хеджевого фонда Long Term Management (LTCM) в Соединенных Штатах внесло свой вклад в сильный, но временный откат фондового рынка в этот год.

High-tech (высокотехнологичный). Выражение «высокотехнологичный бизнес» будет описывать компанию, действующую на передовых рубежах технологии — и иногда так и случается. Многие гораздо более приземленные предприятия стараются приобрести бирку высокотехнологичного в надежде улучшить цены своих акций; это может оказаться осечкой, так как фондовый рынок слабо разбирается в технологиях. И когда одна высокотехнологичная компания попадает в беду, все компании с подобным ярлыком могут столкнуться с падением цен на свои акции.

Hybrid financial instrument (гибридные финансовые инструменты). Финансовые инструменты, которые объединяют в себе два или больше традиционных инструментов. Наиболее привычным примером является конвертированная облигация, которая начинает жизнь как облигация, но в определенную дату в будущем у нее существует возможность превратиться в акцию.

Indexation (индексация). Изменение в соответствии с индексом. Обычно таким индексом является индекс потребительских

цен (ИПЦ) наиболее широко используемый показателей инфляции. Английское правительство выпускает облигации, привязанные к индексу. Существуют также индексированные формы национальных сбережений (Granny Bonds). Индексированный портфель акций — это такой портфель, который стремится как можно больше соответствовать по своему составу или результатам деятельности конкретному фондовому индексу.

Initial public offering, IPO (первоначальное публичное предложение). Международный термин для запуска акций на фондовый рынок, получающий все большее распространение в настоящее время в Великобритании.

Insolvency (несостоятельность). Предприятие может прийти к банкротству двумя путями: оказавшись без достаточного количества средств для оплаты своих счетов и других обязательств или в результате превышения обязательств над активами компании (компания должна больше, чем имеет). Термин «несостоятельность» иногда используется, чтобы охватить оба случая. Работа компании в условиях несостоятельности является преступлением.

Investment bank (инвестиционный банк). Раньше этот термин использовался для описания ближайшего американского эквивалента английского торгового банка. Эмиссии и гарантирование размещения выпусков ценных бумаг, покупка и продажа ценных бумаг, оказание корпоративных консультаций и т. д. Так как традиционные торговые банки были поглощены или объединились с более крупными фирмами по операциям с ценными бумагами, теперь термин «инвестиционный банк» также является обычным термином и в Великобритании.

Invisible earnings (невидимые доходы). Зарубежные доходы страны от дивидендов и т. п., полученные из-за границы и скорее связанные с продажей услуг, чем физических товаров.

Issuing house (эмиссионный дом). Финансовый институт, который договаривается о размещении ценных бумаг на рынке.

Kerb market («рынок на обочине», внебиржевой рынок). Неофициальный рынок ценных бумаг, товаров и т. д., часто действующий параллельно с официальным рынком. Когда завершается официальная торговая сессия, дилеры могут продолжать сделки на внебиржевом рынке, часто по телефону.

Launder (отмывание денег). Прием грязных денег (от краж, торговли наркотиками и т. д.) и превращение их в чистые деньги с помощью вложения их в какой-то процесс, который маскирует их происхождение. Менеджеры паевых фондов имеют привычку подозревать потенциальных инвесторов, которые платят чемоданом использованных банкнот в пять фунтов стерлингов, а банковские служащие (и другие) в наши дни по зако-

ну обязаны сообщать о сделках, в отношении которых у них возникает подозрение в отмывании денег.

Leasing (лизинг, аренда). Вместо того чтобы покупать фабрику или оборудование, в которых они нуждаются, предприятия могут взять все это в лизинг (в аренду). Они пользуются этим имуществом как своим собственным, но оно остается в собственности того института, который вложил деньги в его покупку: часто это банк или другой финансовый институт. Пользователь делает регулярные выплаты за его использование вместо того, чтобы в самом начале найти наличные для его покупки. Обычно считалось, что использование лизинга предоставит значительные налоговые преимущества, но сегодня они сократились, и стало невозможно использовать его для сокрытия истинных обязательств на счетах компании (см. также **off balance finance**).

Limit up, limit down (предел роста, предел падения). Некоторые зарубежные рынки фьючерсов или ценных бумаг устанавливают предел величины, на которую позволено изменяться цене в течение одного рабочего дня. Если цена достигает верхнего предела, это описывается как «достижение предела роста», и как «достижение предела падения», если цена достигала нижнего предела.

Liquidator (ликвидатор). Ликвидатор, обычно это бухгалтер, специализирующийся в данном виде бизнеса, который приходит в компанию, чтобы ее ликвидировать (закрыть) с помощью продажи ее активов и распределения поступлений от продажи среди кредиторов в порядке очередности: налоговые власти и владельцы обеспеченной задолженности имеют самый высокий ранг. Обыкновенные акционеры получают то, что остается после выплаты всех долгов. Как правило (за исключением случаев добровольной ликвидации, когда платежеспособная компания решает ликвидировать сама себя), акционерам ничего не остается.

M&A. Обозначение слияний и поглощений. Отделы корпоративных финансов инвестиционных банков и фирмы по торговле ценными бумагами получают значительные деньги от работы по обслуживанию сделок по слияниям и поглощениям.

Margin (маржа, гарантийный депозит). На некоторых рынках, особенно фьючерсных, от клиентов требуется внести часть стоимости своей покупки: форма депозита, известная как маржа (или гарантийный депозит). Но эта маржа должна будет пополняться, если она съедается неблагоприятным изменением рыночных цен. **Требование о внесении дополнительной маржи (margin call)** — это напоминание о необходимости пополнения гарантийного депозита; в противном случае позиция инвестора **закрывается (closed up)**.

Margin (маржа, в случае процентной ставки). В этом смысле термин «маржа» во многом аналогичен понятию **спрэда (spread)**.

Если нота с плавающей процентной ставкой приносит процент на 50 базисных пунктов выше ЛИБОР, то эти 50 пунктов и составляют маржу относительно ЛИБОР.

Margin trading (торговля с использованием маржи). Покупка акций и других ценных бумаг без уплаты в этот момент полной цены, т. е. фактически спекуляция с частичным использованием заемных средств.

Marginal (предельный). Часто используется в смысле «предельная налоговая ставка». В Великобритании люди, получающие высокий доход, заплатили (в 2000–2001 гг.) подоходный налог в 10% на очень небольшую первую часть своего налогооблагаемого дохода, 22% на следующую часть дохода и 40% на оставшуюся часть дохода. При прогрессивной системе налогообложения это означает, что они также заплатят верхнюю ставку налога в 40% за любое приращение дополнительного дохода, которое они получают, и, следовательно, 40% являются его предельной налоговой ставкой.

Market capitalization (рыночная капитализация). Используется для фондового рынка и для отдельных компаний. Капитализация лондонского рынка акций — это общая рыночная стоимость всех компаний, котирующихся на этом рынке (обычно за исключением компаний, зарегистрированных в других странах). Рыночная капитализация (строго говоря, капитализация акционерного капитала) компании *Joe Bloggs Plc* — это рыночная стоимость всех обыкновенных акций: количество акций в эмиссии, умноженное на рыночную цену. Если у *Bloggs* есть 10 млн акций и их цена 200 пенсов, капитализация этой компании составляет £20 млн.

Marketable securities (рыночные ценные бумаги). Охватывает большинство видов ценных бумаг, которые могут покупаться и продаваться на рынке: облигации, акции, депозитные сертификаты и т. д.

Money market instruments (инструменты денежного рынка). Формы краткосрочных инвестиций, которые обращаются на денежных рынках и могут с легкостью превращаться в наличные деньги. Примеры включают в себя банковские векселя и депозитные сертификаты.

Moral hazard (субъективный риск). Ситуация, при которой инвесторы освобождаются от необходимости осуществлять оценку. Если государство дает общую гарантию на все депозиты в коммерческих банках, инвесторам не надо беспокоиться, как чувствует себя тот банк, в котором они держат свои вклады.

Moratorium (мораторий). Когда предприятие не в состоянии выполнить обязательства по своему долгу, иногда кредиторы могут согласиться на мораторий для заемщика. Это означает, что они согласны не настаивать на немедленном платеже, счи-

тая, что он сможет заплатить больше в долгосрочном периоде, если дать предприятию время поправить свои дела, вместо того, чтобы настаивать на его немедленной ликвидации.

Multinational company (транснациональная компания). Компания, которая действует на рынках двух или нескольких стран, такая как *Unilever* или *Shell*.

Naked writer (продавец непокрытого опциона). Продавец (создатель) опционов, который не владеет базовыми акциями, на которые эти опционы выписываются. Продажа непокрытого опциона — это очень опасное дело.

NASDAQ (НАСДАК). Обозначение Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам — компьютеризированной системы информации о ценах, используемая дилерами внебиржевого рынка в США. Английская система SEAQ создана во многом по ее образцу. НАСДАК также является обозначением рынка, на котором используется эта система. Сегодня они объединились с Американской фондовой биржей.

Nearby, nearest month, furthest month (ближний, ближайший месяц, самый дальний месяц). Если сейчас у нас январь и на фьючерсном рынке активно торгуются контракты со сроками поставки в феврале, апреле, июне, августе и октябре, то ближайший месяц — это февраль, а самый дальний — это октябрь.

Negative (inverse) yield curve (отрицательная (обратная) кривая доходности). Можно нанести на график процентные ставки по депозитам или ценным бумагам с разными сроками погашения — три, шесть месяцев, год, пять лет, десять лет и т. д. Когда краткосрочные процентные ставки выше долгосрочных, эта линия будет высокой в начале и низкой в конце. Это и есть отрицательная (или обратная) кривая доходности.

Negative equity (отрицательный капитал). У вас есть отрицательный капитал, если ссуда, которую вы взяли для покупки дома, превышает стоимость самого дома.

Negotiated commission (договорные комиссионные). Заменяли бывшие фиксированными минимальные комиссионные за сделки с ценными бумагами на фондовой бирже в Британии. Крупные институциональные инвесторы (или те, кто действует через брокеров вместо покупки по чистым ценам) обладают свободой договариваться об уровне комиссионных, которые они заплатят. Этот уровень резко упал для крупных сделок после реорганизации «Большой удар» на ЛФБ. Однако мелкие частные инвесторы имеют небольшие возможности для переговоров, хотя выиграли в результате появления брокеров, занятых только исполнением заказов (*execution-only brokers*).

Net (чистыми). Обычно означает «после уплаты налогов» или «после расходов или других вычетов».

New York Stock Exchange, NYSE (Нью-Йоркская фондовая биржа). Основная фондовая биржа в США, на которой зарегистрированы ведущие американские компании. Также упоминается как «Большая биржа» или «Уолл-стрит», по названию улицы, где она находится.

Nominee (номинальный владелец (имя, компания)). Для удобства (или для секретности) акции могут держаться номинальным владельцем, а не действительным собственником. Так, *Fastback Nominees* могла бы владеть акциями от имени ряда клиентов *Fastback Finance*. Английские компании имеют полномочия требовать раскрытия настоящего собственника акций, которые записаны на номинального держателя, но эти возможности мало что дают, когда номинальным держателем является швейцарский банк.

Non-equity capital (неакционерный капитал). Обозначение акционерного капитала, который выражен не в обыкновенных акциях. На практике в основном охватывает привилегированные акции.

Non-recourse loan, limited-recourse loan (кредит без права оборота или с ограниченным оборотом). Часто возникает следующим образом. Компания С учреждается компаниями А и В (возможно, для выполнения девелоперского проекта). Но она не является дочерней компанией ни одной из них. Компания С занимает средства, которые ей требуются в виде кредита без права оборота. Поскольку это кредит не гарантируется компаниями А и В, то он не появляется в их отчетах. Кредитор выдает кредит только в расчете на успех компании С, и если компания С попадает в беду, то у него нет права обратного требования или ограниченного обратного требования к компаниям А и В, чтобы получить свои деньги обратно — по крайней мере, в теории. Большинство проектов кредитования развития собственности в конце 1980-х осуществлялись на основе кредита без права оборота или с ограниченным правом оборота.

Non-voting shares (акции без права голоса). Некоторые компании выпускают неголосующие обыкновенные акции, обычно для того, чтобы учредители (которые владеют достаточной долей голосующих акций) могли контролировать компанию без необходимости владеть более чем половиной капитала в форме обыкновенных акций. Другие компании выпускают иные классы акций, все из которых обладают правом голоса, но некоторые имеют больше голосов, чем другие. Термины вроде «Обыкновенные А» или «Обыкновенные В» часто используются для различения этих типов акций.

Note of historical cost profits and losses (заявление о прошлых прибылях и убытках). Согласно стандарту FRS 3, такое заявление требуется в качестве приложения к отчету о прибылях и убытках,

когда опубликованные прибыли и убытки отличаются от тех, какими бы они были, если бы активы учитывались по первоначальной стоимости, а не по стоимости после переоценки.

Off balance sheet items, finance, risk (забалансовые статьи, финансирование, риск). Охватывает ряд статей — обычно потенциальных обязательств, которые не отражаются в балансовых отчетах компании. Примерами забалансового финансирования обычно является лизинг (хотя сейчас компании должны показывать арендованные активы и соответствующие обязательства по совершению платежей в случае финансового лизинга), факторинг, финансирование за счет продажи с последующим взятием в аренду объекта недвижимости, кредиты без права оборота в совместных компаниях и т. д. Забалансовые риски могут использоваться для маскировки степени обязательств, которые могут возникнуть у компании. Забалансовые риски имеют важное значение в банковском бизнесе, когда банки — вместо обычного кредитования, которое отражается в их отчетах, предоставляют гарантии для ценных бумаг, выпущенных предприятиями, соглашаются гарантировать размещение будущих эмиссий ценных бумаг и заключают сделки с производными финансовыми инструментами.

Old Lady of Threadneedle Street. Прозвище Банка Англии, которое активно используется некоторыми авторами, пишущими о банковском бизнесе.

Open interest (открытые позиции). На фьючерсном рынке количество заключенных контрактов, которые не были закрыты контрактами противоположной направленности.

Operating and financial review (обзор операционной и финансовой деятельности). Комитет Кедбэри рекомендовал компаниям по ряду отдельных финансовых аспектов корпоративного управления включать в годовые отчеты обзор, объясняющий деятельность компании за истекший год и включающий в себя характеристику ее финансового положения.

Paper profit or loss (бумажные прибыли и убытки). Прибыль является бумажной прибылью, пока она не получена в виде наличных. Если вы купили 100 акций по 200 пенсов каждая и цена выросла до 300 пенсов, то у вас образовалась бумажная прибыль в £100. Но эта прибыль превратится в реальные £100, только если продадите их за эти 300 пенсов.

Paper (бумага). Ценные бумаги любого рода (акции, облигации и т. д.) как противоположность наличным деньгам. Обычно используется в контексте «бумажного предложения» при сделке по поглощению — претендент предлагает свои собственные акции для оплаты поглощения вместо наличных.

Park (парковка (акций)). Когда одна компания хочет скрыть степень своего участия в акционерном капитале другой, она

может временно (и возможно, незаконно) запарковать свои акции у третьей стороны, чтобы избежать правил о раскрытии информации.

Penny stocks (копеечные акции). Акции, которые котируются на рынке по цене всего в несколько пенсов — обычно было меньше 10 пенсов, но потом этот критерий был расширен. Идея состоит в том, что эти акции должны быть хорошим объектом для спекуляции, потому что они принадлежат, как правило, компаниям, которые потеряли свою удачу. Компания могла бы обанкротиться, но если кто-то завладеет ей и улучшит ее деятельность, то акции могут многократно увеличить свою стоимость. Однако сегодня большинство копеечных акций продаются значительно выше своей вероятной стоимости в надежде на то, что произойдет нечто в этом роде. Они могут не подходить для сделки.

Pensions (пенсии). Пенсии, предлагаемые работникам (**профессиональные пенсионные схемы**), бывают двух основных видов: те, которые связаны с суммой последнего заработка (**final salary schemes, defined contribution schemes**), и те, где пенсия определяется исключительно суммой денег, которая была внесена (**money purchased** или **defined contribution schemes**).

Percentages, percentages points (процентные пункты). Богатая почва для ошибок. Если одна компания размещает выпуск облигаций под 10%, а другая компания привлекает средства под 12%, то вторая платит за свои деньги на 2 процентных пункта больше, чем первая (разница между 12 и 10). Но при этом вторая компания также платит и на 20 процентов больше, чем первая (поскольку 12 на 20 процентов больше 10). Авторы часто путают эти два измерения. Обычно это ясно из контекста.

Performance funds (результативные фонды). Фонды, которые нацелены на рост капитала с темпом выше среднего, обычно за счет дохода и более высокой степени инвестиционного риска. Также фонд может активно проводить переключение между разными инструментами.

Permanent interest-bearing share, PIBS (бессрочные приносящие проценты акции). По сути, форма субординированного долга, выпускаемого строительным обществом, с помощью которого они могут увеличить свой капитал для расчетов показателей достаточности капитала. Такая потребность возникает из-за того, что взаимные институты не имеют возможности собирать акционерный капитал на фондовом рынке.

Physical market (реальный рынок). Рынок (скажем, по продаже товаров), где сделки заключаются с целью реальной поставки товаров. Другими словами, это не рынок фьючерсных контрактов, где позиция закрывается приобретением другого фьючерсного контракта.

Point, basis point (базисный пункт). Если английская облигация растет в цене на £1, то говорят, что она выросла на 1 пункт. Фондовый индекс растет на один пункт, когда он увеличивается с 1001 до 1002. Если базовая банковская ставка составляет 10%, то овердрафт, который выше нее на 5 пунктов, обойдется вам в 15%. Но базисный пункт — это одна сотая процентного пункта. Если ЛИБОР составляет 8%, кредит на 55 базисных пунктов выше ЛИБОР будет стоить 8,55%.

Polarization (поляризация, разграничение). Словечко, введенное Советом по ценным бумагам и инвестициям. SIB — теперь замененный FSA — настаивал на различии (поляризации) между финансовыми посредниками, которые продают инвестиционные продукты отдельной организации, и теми, кто выступает в качестве независимых консультантов, продавая продукты разных организаций. Это вызывало значительное раздражение среди банков и строительных обществ, которые хотели продвигать себя как инвестиционных консультантов, но имели для продажи свои собственные внутренние инвестиционные продукты.

Portfolio (портфель). Общий термин для находящихся в собственности держателя акций, облигаций и т. д. **Портфельные инвестиции** охватывают инвестиции в ценные бумаги как противоположность прямым инвестициям, которые обычно означают вложение денег в заводы, оборудование и т. д.

Prime rate (первоклассная ставка). Ставка, взимаемая американскими банками с самых надежных заемщиков. Однако это не то же самое, что английская базовая ставка — даже лучшие заемщики обычно платят маржу над базовой ставкой за овердрафт. А сама базовая ставка является отправной точкой для расчета других.

Private client (частный клиент). Используется брокерами для того, чтобы отличать клиентов из частных лиц от институциональных клиентов.

Private company (частная компания). В общем смысле компания с ограниченной ответственностью (Ltd), чьи акции не торгуются на рынке. Однако может использоваться для обозначения некотирующегося филиала публичной компании.

Private Finance Initiative, PFI. Система, при которой английское правительство платит коммерческим фирмам за предоставление зданий и оказание услуг, вместо того, чтобы владеть ими самостоятельно. В теории считается, что риск, связанный с созданием и эксплуатацией, скажем, новой больницы, следует передавать в частный сектор. На практике это обычно не приводит к удешевлению услуг.

Public company (публичная компания). Акционерная компания с ограниченной ответственностью (Plc). Компания, чьи акции торгуются (или могут торговаться) на фондовом рынке или ко-

торая приглашает публику к подписке на свои акции, должна иметь статус Plc.

Public Sector debt repayment, PSDR. Описывает ситуацию, когда доходы правительства превышают его расходы и вместо новых займствований можно выплачивать старые долги.

Puff (проталкивать (акцию)). Чрезмерно превозносить достоинства ценной бумаги, возможно, в брокерских бюллетенях или рекомендациях прессы.

Quarterlies (квартальные отчеты). Отчеты с результатами квартальной деятельности и квартальными дивидендами, объявляемые американскими компаниями, которые котируются на бирже.

Real (реальный). Слово «реальный» в инвестиционном контексте обычно означает «с учетом инфляции». Если доход равен 10%, а инфляция равна 4%, то реальный доход равен 6%.

Receiver (официальный представитель по взысканию долгов). Приглашается в компанию, чтобы взыскать определенный долг или определенные задолженности, по которым компания объявила дефолт (иногда приглашается по запросу директоров, когда компания находится в беде и может обанкротиться). Его работа заключается в том, чтобы оценить активы, необходимые для покрытия долга или долгов. Иногда он может сделать это без ликвидации компании, в этом случае компания после завершения операции возвращается к своей нормальной работе. Но в целом назначение такого взыскателя служит началом конца, и компания, в конечном счете, ликвидируется.

Remuneration committee (комитет по вознаграждениям). Комитет Кэдбери рекомендовал, чтобы компании создали подобные комитеты, состоящие в основном из не-исполнительных директоров, чтобы устанавливать оклады и дополнительные выплаты исполнительным директорам компании.

Rescheduling (изменение сроков). Пересмотр условий кредита. Обычно выплата основной суммы долга и процентов переносится на более долгий срок, если заемщик не в состоянии выполнить свои обязательства в настоящий момент. Иногда влечет за собой предоставление дополнительных средств, из которых он фактически выплачивает первоначальный кредит, — это может отсрочить кредитору признание факта потери своих денег.

Reverse yield gap (обратный разрыв доходности). Описывает разрыв доходности между акциями и облигациями, когда доходность по облигациям выше, чем по акциям. Или разрыв между стоимостью кредита и доходом от аренды здания, когда издержки заимствования выше. Причина возникновения «обратного» разрыва состоит в том, что в период перед инфляцией доходность по более рискованным акциям и доходность от недвижимости выше, чем доходность «надежных» облигаций и стоимость займствований в случае с недвижимостью.

Roll up (накопление). Вместо регулярных выплат процента по кредиту заемщику иногда разрешается добавлять проценты к общей сумме долга. Таким образом, накопленный процент выплачивается вместе с выплатой основной суммы.

Scrippophily. Коллекционирование старых акций или облигационных сертификатов, которые больше ничего не стоят как ценные бумаги, но имеют историческую ценность.

Secondary issue (вторичный выпуск). Напоминает предложение о продаже (offer for sale), но предлагаются уже котирующиеся акции. Акции предлагаются инвесторам со стороны существующих владельцев. Продажа государством своих акций BP в 1987 г. была вторичным выпуском.

Securitization (секьюритизация). Если инвестор дает деньги в долг заемщику, то он просто предоставляет ссуду. Если вместо этого он отдает деньги в обмен на долговое обязательство, то эта ссуда будет секьюритизирована: превращена в ценные бумаги.

Serious Fraud Office (Управление по борьбе с серьезными мошенничествами). Официальное подразделение по борьбе с более-менее важными в политическом смысле мошенничествами.

Service (обслуживание). Выполнение расписания по выплате процентов и погашению основной суммы долга.

Settlement (расчеты). Процесс взаимозачетов с бумагами, который следует за покупкой или продажей бумаги на рынке. В прошлом клиент должен был заплатить или получить оплату, предоставить или забрать сертификаты акций. Все расчеты выполнялись между дилерами или брокерами. Этими операциями занимался бэк-офис. В настоящее время после введения системы электронных расчетов CREST этот процесс ускорился и стал обходиться дешевле.

Shelf registration (полочная регистрация). Процесс регистрации и получения предварительного одобрения на выпуск ценной бумаги. Так что выпуск может быть осуществлен в случае необходимости достаточно быстро.

Shell company (скорлупа). Компания, которая обычно зарегистрирована на фондовой бирже, но относительно неактивно торгуется и имеет мало активов. Прекрасным примером являются компании, связанные с плантациями на Дальнем Востоке, чье имущество теперь национализировано. Предприниматель растущей частной компании иногда может получить контроль над такой компанией-скорлупой и перевести в нее свой бизнес, получая выгоду за счет использования готового рыночного средства.

Sinking fund (фонд погашения). Вид резервов в счетах компании, на который перечисляются средства для осуществления окончательного погашения ссуды или окончательного выкупа арендованного имущества.

Soft commissions (мягкие комиссионные). Комиссионные за финансовые услуги, которые выплачиваются скорее натурой, а не деньгами. До Большого удара брокеры, получавшие большие комиссионные от институциональных клиентов по фиксированным ставкам, отдавали часть денег назад за проведенные клиентом для него исследования или пользовались информационной системой за счет клиента. После биржевой реорганизации конкурентная система устранила мягкие комиссионные.

Soft Loan (мягкая ссуда). Ссуда на более благоприятных условиях, чем обычное коммерческое заимствование. Иногда используется для помощи отдельным проектам — становлению предприятий в районах с высокой безработицей и т. д.

Special Drawing Rights (специальные права заимствования). Форма искусственных денег, созданная МВФ. Страны могут держать часть своих официальных резервов в виде СДР, которые используются для расчетов между странами, в этом смысле они заменяют золото.

Special Situation (особая ситуация). Обычно используется для описания компании, чьи акции могли бы резко вырасти при определенном стечении обстоятельств. Иногда используется для обозначения бумаг компании, пригодной для поглощения, но более часто используется в ситуации с **восстановлением компании** — когда компания находится в беде, но ее акции могут резко подняться, если менеджмент сможет справиться с затруднениями. Некоторые фонды специализируются на инвестициях в особые ситуации.

Speculators (спекулянты). Старое различие между долгосрочным инвестором и спекулянтом ушло в прошлое. Многие инвесторы в определенной степени спекулируют. Обычно спекулянты рискуют выше среднего уровня и часто используют краткосрочные инвестиционные решения. Хотя они и могут оказаться вредными, спекулянты на большинстве рынков выполняют полезную функцию по предотвращению дальнейшего развития аномальных ситуаций в рыночных ценах, возвращая акции к общему уровню. Они будут менее полезными, когда полностью подавляют на рынке истинных инвесторов.

Split (сплит, разбиение). Если цена акции становится слишком тяжелой (**высокой**), то акции могут разбиваться. Вместо одной акции номиналом 20 пенсов с рыночной ценой 900 пенсов инвестор может оказаться с двумя акциями номиналом 10 пенсов по цене 450 пенсов за каждую. Эффект аналогичен тому, который имеет место при бонусной эмиссии, но техника этого дела отличается. В случае сплита акции уменьшается ее номинал, и не происходит никакой капитализации резервов.

Spread (спрэд). В случае процентных ставок этот термин иногда используется для обозначения маржи, которую заемщик платит сверх базовой процентной ставки. Когда ЛИБОР составляет 10%, то заемщик, платящий спрэд в 30 базисных пунктов по отношению к ЛИБОР, фактически платит за кредит 10,3%.

Statement of total recognized gains and loss (заявление об общих признанных прибылях и убытках). Требуется в соответствии со стандартом FRS 3. Заявление фактически показывает изменение балансовой стоимости компании на протяжении года перед выплатой дивидендов. Так, если компания получила прибыль в £5 млн после уплаты налогов и включила их в свои отчеты в результате переоценки недвижимости на сумму £2 млн, то общие признанные прибыли будут составлять £7 млн.

Stop-loss (стоп-приказ). Инструкция брокеру — ценная бумага должна быть продана, если ее цена упадет ниже определенного уровня.

Strip, stripping (стрипы, обдирание). Стрипы — ценные бумаги, которые возникают в результате отсоединения облигационного купона с целью превращения его в отдельные права на получение процентных платежей и права на получение основной суммы долга. Фактически стрип — это форма облигации с **нулевым купоном**.

Subordinated loans (субординированный долг). Ссуды, которые остаются для выплаты процента и основной суммы долга после выплаты всех остальных заимствований компании. Выпускаются английскими банками и другими организациями и в этом значении рассматриваются скорее как акционерный капитал, чем как заимствование.

TAURUS. Весьма дорогостоящая попытка создания электронной системы расчетов на Лондонской фондовой бирже. Она так и не появилась на свет и была заменена системой CREST, которая работает!

Tax avoidance, evasion (избежание уплаты налогов, уклонение). Избежание уплаты налогов обычно охватывает законные методы минимизации налоговых обязательств. Уклонение обычно связывается с незаконными методами.

Tax haven (налоговая гавань). Страна или район с низкими налоговыми ставками, где могут зарегистрироваться компании или где частные лица могут держать свои инвестиции, чтобы минимизировать налогообложение. Примерами служат Нормандские острова, Багамы, Каймановы острова.

Tax shelter (налоговая защита). Структуры, в рамках которых можно держать активы на условиях минимального налогообложения. (ISA, PEP, TESSA). **Индивидуальные сберегательные сче-**

та (ISA) обеспечивают налоговую защиту для тех инвестиций, которые на них хранятся.

Treasury, treasurer (казначейство, казначей). Казначейство — это подразделение компании, которое управляет сбором и распределением наличных, сделками с иностранной валютой, операциями хеджирования и т. д. Казначей — это человек, который за это отвечает. В крупных компаниях казначей может подчиняться финансовому директору, который занимается финансовой политикой, а не повседневной финансовой деятельностью.

Unbundling (распиливание). Выражение, обычно означающее, что компания разделяет свой текущий бизнес, возможно, продавая его части по отдельности. Иногда это не отличается от **asset stripping** (отделения активов).

Unrelieved ACT (неиспользованный АСТ). Авансовый корпоративный налог (АСТ), который компании платят налоговой организации в связи с выплатами дивидендов. АСТ был формой подоходного налога и взимался по базовой ставке. Авансовым он назывался потому, что компания могла компенсировать вычитенную сумму за счет другого корпоративного налога, который она была обязана платить на свой доход, полученный в Англии. Компании с высокой долей доходов от заграничной деятельности не платили достаточной суммы английского корпоративного налога, чтобы компенсировать из него АСТ. Сумма, которая не могла быть компенсирована, была известна как **неиспользованный АСТ**. В этом случае компании подвергались фактически двойному налогообложению. Теперь АСТ отменен.

Upside potential (потенциал роста). Пространство для возможного роста стоимости. «Акции имеют потенциал роста» означает, что они имеют хороший шанс вырасти в цене. Противоположность **снижению (downside potential)**.

US GAAP. Общепринятые принципы бухгалтерского учета в США. Некоторые транснациональные английские компании в дополнение к отчетам по английским стандартам делают еще и американский вариант отчетности.

Variable rate note, VRN (ноты с переменной ставкой процента). Этот термин призван описать отдельную форму нот с плавающей процентной ставкой. По этим нотам процентная ставка обычным образом колеблется вместе изменениями ставки ЛИБОР, но при этом надбавка к ставке ЛИБОР устанавливается с определенными интервалами.

Wasting asset (истощаемый актив). Актив с конечным сроком жизни, чья стоимость уменьшается с течением времени. Опцион является истощаемым активом в том отношении, что он становится менее ценным при приближении даты исполнения.

Обычно используется в мире краткосрочной аренды недвижимости. От покупателя права пятилетней аренды здания требуется **амортизировать** (списывать) стоимость его вложения, ежегодно откладывая достаточное количество денег, чтобы списать стоимость аренды к концу пятого года.

Whizz kid (кудесник). Наиболее часто используется для обозначения сверхактивного предпринимателя, который старается выстроить свою финансовую империю за счет частых поглощений компаний через фондовую биржу. Также может использоваться для обозначения ярких звезд, выделяющихся по выбранной ими линии инвестирования или в области менеджмента.

Windfall profit (случайная прибыль). Обычно означает прибыль, полученную в виде наличных или акций, клиента взаимного строительного общества и страховой компании, когда эти организации изменяют свою взаимную природу.

Winding up (ликвидация). Процесс закрытия предприятия и продажи его активов, после которой вся полученная стоимость распределяется между теми, кто имеет на нее права.

Withholding tax (налог у источника). Налог, вычитаемый у источника, которым могут быть проценты, дивиденды и т. д., который трудно скрыть от налогового инспектора. Обычно инвесторы его ненавидят.

Write down, write off (частичное или полное списание). От компании может потребоваться списать часть стоимости своих активов, если они больше не стоят тех цифр, по которым отражены в бухгалтерских книгах. Компания по продаже одежды может столкнуться с необходимостью списания своих запасов мини-юбок, если подол сдвинулся вниз и их стало трудно продавать. От любой компании может потребоваться списать свою дебиторскую задолженность, если ей был должен обанкротившийся клиент или клиент, который вряд ли сможет заплатить. Полные списания — более серьезная проблема, чем частичные списания — в этом случае вычитается вся стоимость актива. **Written-down value (остаточная стоимость)** — это стоимость после списаний.

Yield (доходность) (также доходность к погашению). Чтобы рассчитать доходность инвестиции, вы умножаете годовой дивиденд или процентную выплату на 100 и делите на рыночную цену инвестиции. Если дивиденд по акции равен 10 пенсам, а рыночная цена составляет 200 пенсов, доходность равна $10 \times 100/200$, или 5%.

Содержание

| | |
|---|-----|
| Предисловие | 5 |
| Введение | 7 |
| Глава 1. Основные принципы | 18 |
| Глава 2. Денежные потоки и финансисты | 36 |
| Глава 3. Компании и их счета | 46 |
| Глава 4. Инвестиционные коэффициенты | 66 |
| Глава 5. Повышение качества расчетов. | 93 |
| Глава 6. Акции и фондовая биржа | 109 |
| Глава 7. Почему изменяются рыночные цены | 132 |
| Глава 8. Выпуск новых ценных бумаг на фондовый рынок | 157 |
| Глава 9. Выпустите больше акций — и выкупите акции обратно | 169 |
| Глава 10. Покупатели, жертвы и законники | 185 |
| Глава 11. Венчурный капитал и выкуп компании менеджерами | 202 |
| Глава 12. Зарплата, дополнительные доходы и капитализм на оборот | 212 |
| Глава 13. Государственные и корпоративные облигации. | 225 |
| Глава 14. Банки, заемщики и плохие долги | 259 |
| Глава 15. Денежные рынки | 273 |
| Глава 16. Валютный рынок и евро | 288 |
| Глава 17. Международные деньги: евторынки. | 310 |
| Глава 18. Финансовые деривативы и товары | 325 |
| Глава 19. Страхование и Ллойд после неприятностей | 349 |
| Глава 20. Коммерческая недвижимость и рыночные крахи | 360 |
| Глава 21. Сбережения, объединенные инвестиции и налоговая защита | 375 |
| Глава 22. Контроль над Сити | 397 |
| Глава 23. Печать и Интернет: финансовые страницы | 410 |
| Как читать между строк | 427 |
| Глоссарий | 433 |