Как покупать акции

Льюис Энджел
и
Брендан Бойд

- Что такое инвестиции
- Что такое акции
- Как устроен рынок ценных бумаг
- Как продаются и покупаются акции
- Как следует вкладывать деньги

ПЕРВОЕ ИЗДАНИЕ
НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

SEVENTH REVISED EDITION

How to BUY STOCKS

by LOUIS ENGEL
and BRENDAN BOYD

Little, Brown and Company Boston Toronto

COPYRIGHT © 1982 BY LITTLE, BROWN AND COMPANY (INC.)
ALL RIGHTS RESERVED. NO PART OF THIS BOOK MAY BE REPRODUCED IN ANY FORM OR BY ANY ELECTRONIC OR MECHANICAL MEANS INCLUDING INFORMATION STORAGE AND RETRIEVAL SYSTEMS WITHOUT PERMISSION IN WRITING FROM THE PUBLISHER, EXCEPT BY A REVIEWER WHO MAY QUOTE BRIEF PASSAGES IN A REVIEW.

SEVENTH EDITION, REVISED

Sixth Printing

LIBRARY OF CONGRESS CATALOGING IN PUBLICATION DATA

Engel, Louis, 1909-
How to buy stocks.
Includes index.
1. Securities. 2. Investments. I. Boyd, Brendan.
II. Title.
HG4521.E6 1982 332.63'2 82-16230
ISBN 0-316-10439-6

MV

Published simultaneously in Canada
by Little, Brown & Company (Canada) Limited

PRINTED IN THE UNITED STATES OF AMERICA

ЛЬЮИС ЭНДЖЕЛ, БРЕНДАН БОЙД

КАК ПОКУПАТЬ АКЦИИ

Перевод с английского И.Э.Бабенковой

Москва

1992

Энджел Л., Бойд Б.

Как покупать акции: Пер. с англ. - М.: "ПАИМС", 1992. - 352 с.

Перевод И.Э.Бабенковой
Редактор Ю.А.Сорокин

Это первое издание на русском языке популярной в США книги "HOW TO BUY STOCKS". Она для тех, кто хочет выгодно вложить свои денежные средства и ваучеры, кто стремиться узнать больше о работе фондового рынка.

Доступная для начинающего и полезная для опытного инвестора книга "КАК ПОКУПАТЬ АКЦИИ" наиболее полно и точно ответит на ваши вопросы.

ISBN 5-87664-008-5

Э $\frac{0607000000-008}{Г14(03)-91}$ **без объявл.**

© Перевод "ПАИМС", 1992
© Little Brown & Co (Inc.), 1982

ISBN 0-316-10439-6 (США)
ISBN 5-87664-008-5 (СНГ)

ПЕРЕД Вами книга, которая выдержала семь изданий в Соединенных Штатах Америки и по праву стала настольной книгой любого американского инвестора, то есть человека, вкладывающего свои деньги в ценные бумаги. Ее тираж - более девяти миллионов.

Что такое инвестиции? Что такое акции? Как они продаются и покупаются? Как устроен рынок? Как следует вкладывать деньги? Все эти вопросы и стали названиями глав, в каждой из которых подробно, а главное, доступно, на наглядных примерах объясняются простые и сложные понятия, связанные с ценными бумагами.

В нашей стране пока не приходится говорить о рынке ценных бумаг в "американском" представлении. Его структуры и механизмы только зарождаются. Мы делаем лишь первые шаги к рынку. Государственные предприятия становятся акционерными обществами - выпускают акции, открываются фондовые биржи и инвестиционные фонды.

Рыночные отношения входят в нашу жизнь, и хочется надеяться, что предлагаемая книга поможет Вам ориентироваться в них, и знания, которые Вы получите, прочитав ее, будут в дальнейшем способствовать Вашему успеху и благополучию.

Все российские граждане становятся собственниками, получая приватизационные чеки, которые можно будет обменять на акции или вложить в инвестиционный фонд.

"Каждый гражданин России, каждая семья, таким образом получают свободу выбора. Приватизационный чек - своеобразный билет для каждого из нас в свободную экономику" - сказал по этому поводу Президент Ельцин. Таким образом, чтение данной книги может иметь практический смысл для каждого из Вас, уважаемые читатели.

12 октября 1992 г.

Д.В. Васильев
Заместитель Председателя
Госкомимущества России

Предисловие к седьмому американскому изданию

ДВАДЦАТЬ лет тому назад я работал в книжном магазине в Бостоне. Ежегодно мы продавали сотни экземпляров книги Энджела "Как покупать акции".

Несколько лет спустя, после открытия своего первого брокерского счета, у меня появилась возможность прочитать "азбуку" г-на Энджела и понять причину ее растущей популярности.

С тех пор я неоднократно перечитывал эту книгу, не переставая удивляться ее логике и ясности, благодаря которым кажущиеся столь сложными вопросы инвестирования становятся общедоступными и обыденными, каковыми они и должны являться.

Но, к сожалению, не всегда являются в действительности.

Недавно я зашел в Бостоне в книжный магазин, и молодой клерк попросил меня рекомендовать ему наиболее доступную и легко читаемую книгу по вопросам инвестирования. На книжных полках стояли сотни книг с броскими заголовками: "Как заработать миллион за двадцать минут при помощи золотого правила инвестирования", "Как избежать краха. Основная теория". Но мой взгляд остановился на книге "Как покупать акции". Я молча взял ее и протянул клерку, как делал это и двадцать лет тому назад.

Любая книга по вопросам инвестирования должна периодически переиздаваться, для того, чтобы отражать изменяющиеся условия рынка. Книга "Как покупать акции" является одной из наиболее популярных по вопросам инвестирования, которая за все долгое время своего существования требует лишь незначительных дополнений, а не фундаментального пересмотра. Это признак настоящей "классики".

Поэтому, пересматривая книгу в седьмой раз, я считаю своей основной задачей полное сохранение основных положений, сформулированных г-ном Энджелом. Внесенные изменения касаются только современных условий и сложившейся на рынке ситуации.

Мною добавлены главы, рассматривающие современные тенденции компьютеризации фондового рынка, новые методы выбора акций, и освещающие способы инвестирования, появившиеся за последние пять лет. Иными словами, я не затронул ни основных тезисов, ни способа их изложения.

Я бесконечно рад предоставившейся мне возможности быть свидетелем и участником четвертого десятилетия жизни этой замечательной книги.

Брендан Бойд
май, 1982

Как читать эту книгу

МНОГИЕ боятся покупать акции, поскольку считают это слишком сложным делом.

Но если бы это действительно было так сложно, то вряд ли более 32.6 миллиона американцев (14.4% населения) стали бы владельцами акций к началу 1982 года.

На самом деле, инвестирование только звучит сложно, поскольку используется множество незнакомых слов. Но за сложными терминами скрываются очень понятные вещи.

Уинстон Черчилль сказал однажды: "Лучшие слова - это старые слова, а старые и короткие слова являются лучшие из всех."

В этой книге мы и стремились использовать такие старые короткие слова, а не жаргон Уолл-Стрит. Мы старались объяснить суть понятий, которые используются на рынке ценных бумаг. Другими словами, каждый термин разъяснен в контексте, на конкретном примере.

Вы не найдете в этой книге ни словаря специальных терминов, ни длинного списка определений. Рассказывая об инвестиционном бизнесе, мы начинаем книгу с обычных в бизнесе слов: ценная бумага, акция, капитал. Для того чтобы читатель понял, что он столкнулся с техническим термином, слово выделяется при первом употреблении в тексте. Кроме того, мы старались, чтобы ни один технический термин не употреблялся до тех пор, пока читатель логически не подойдет к нему в ходе развития целого тезиса. При этом, если какой-либо технический термин встречается в тексте впервые, то он выделяется курсивом.

Авторы надеются, что в этой книге механизм инвестиций описан терминами, понятными каждому, в том числе и самому автору.

Глава 1

Чем инвестиции полезны вам

ЭТА книга о том, как вкладывать деньги и заставить их работать на вас.

Вы не найдете в ней совета, как заработать миллион на рынке ценных бумаг. Если бы существовал хоть один такой точный рецепт, то все брокеры, то есть люди, которые знают о рынке больше всех, были бы миллионерами. Однако, этого не происходит.

Перед вами книга об инвестициях.

В частности, о вложении денег в акции и облигации, одном из способов пустить ваши деньги в оборот с тем, чтобы они дали хорошую отдачу или в форме регулярного дохода от дивидендов, или в форме прибыли в результате возрастания их ценности, или того и другого.

Большинство людей, у которых после оплаты счетов остаются какие-то деньги, поместят их в банк или застрахуют свою жизнь на эту сумму. И никому не придет в голову оспаривать это благоразумное решение.

Этими - основными - видами сбережений люди пытаются защитить себя от непредсказуемых случайностей.

Но сегодня миллионы людей полагают, что ценные бумаги - все виды акций и облигаций - являются привлекательным объектом для вложения денег.

Конечно, в покупке акций и облигаций есть определенная доля риска. Большинство рискует неоправданно, не утруждая себя изучением рынка ценных бумаг и поиском наилучшего пути вложения денег.

Нужно помнить, что, вкладывая деньги, человек рискует всегда. Иметь деньги вообще рискованно по двум причинам. Во-первых, вы можете потерять часть их независимо от способа вложения. Вторая причина не столь очевидна: завтра вы не сможете купить на ту сумму, которой располагаете, столько же, сколько сегодня, поскольку цены на товары все время растут с большей или

меньшей скоростью.

Тот, кто копит деньги, пряча их в кубышке или закапывая в землю, уходит от первой очевидной опасности - от потери части денег, но не сможет уклониться от второго, неочевидного, риска - от инфляции. Таким образом, решая, что вы будете делать с оставшимися у вас деньгами, вы должны учесть обе опасности - и явную, и неявную.

Конечно, нужно учитывать и размер прибыли, которую вам хотелось бы получить от вложения денег. Нужно помнить: более высокая прибыль требует большего риска. Если вы кладете деньги на счет, то вероятность потери хотя бы части их практически равна нулю. Сохранность вашего вклада до 100 тысяч долларов в одном банке гарантируется *Федеральной корпорацией по страхованию вкладов* (F.D.I.C.). Но банковский счет не спасает от инфляции поскольку ваш доход составит всего лишь 5.5% годовых.

Вы можете также положить деньги на срочный вклад, обеспечивающий более высокие доходы, чем обычный сберегательный счет (например, во время кредитной рестрикции 1981 года ставки доходили до 20% в день при хранении 100 тысяч долларов в течение 30 дней). Доход, полученный по таким вкладам, зависит от вложенной суммы и срока, в течение которого вы согласны держать деньги в банке. Но даже и такие более высокие доходы, едва поспевают за темпами инфляции, к тому же эти доходы облагаются федеральными, государственными и местными властями высокими налогами. Кроме того, для этого типа вкладов характерен еще один недостаток. Ваши деньги оказываются полностью связанными на время, указанное в контракте. В договорах о срочных вкладах оговаривается сумма штрафов за досрочное изъятие депозита.

Вложение свободных наличных денег в один из очень популярных сейчас инвестиционных фондов позволяет получить равный или чуть более высокий доход, чем по срочным вкладам. *Инвестиционный фонд* - это не что иное, как объединение огромных - принадлежащих тысячам индивидуальных вкладчиков - средств, предназна-

ченных для вложения в циркулирующие на денежном рынке краткосрочные кредитные обязательства с различными сроками погашения.

Таким образом, возникает стабильный поток денег, уходящих из фонда и притекающих в него, - поток, гарантирующий клиенту возможность изъятия в любой момент части или всей вложенной суммы. Однако, доходы инвестиционных фондов являются объектом такого же строгого налогообложения, как и банковский процент (хотя существуют инвестиционные фонды, оперирующие с муниципальными ценными бумагами, освобожденными от налогов). 15%-ный доход, который они давали в 1981-1982 гг., выглядит как убыток, если сравнивать его с темпами роста индекса жизни в течение ряда последних лет.

Страхование жизни также служит почти 100% гарантией благодаря государственным и федеральным законам. Однако страховой полис покупают для защиты семьи. Его бессмысленно использовать как объект инвестирования. В течение долгих лет по обычному страховому полису, вы получаете доход несколько более высокий, чем по сберегательному счету, но он не защищает вас от неявного риска инфляции. На деньги, полученные при погашении полиса, вы вряд ли сможете купить столько, сколько на те деньги, которые вы выплачивали в течение долгих лет в виде страховых взносов.

Как еще вы можете использовать свои деньги? Например, их можно вложить в ссудосберегательные ассоциации, которые занимаются кредитованием под залог недвижимого имущества. Благодаря контролю государства этот вид вложения денег относительно безопасен, если, конечно, учитывать лишь риск явных потерь. Но доход от такого вложения оказывается немногим больше, чем по сберегательному счету. И опять-таки нет защиты от неявного риска инфляции.

Вы можете вложить деньги в недвижимость. Как правило, цены на недвижимость растут при росте цен на другие товары. Таким образом, вы можете найти способ защиты от неявного риска, но только при условии, что ваше приобретение удачно и вам позднее посчастливится выгодно его продать. Кроме того, вы должны быть увере-

ны, что налоги на недвижимость не съедят всю вашу потенциальную прибыль, должны предвидеть непредсказуемые действия властей, устанавливающих зональные тарифы и оценивающих недвижимое имущество в целях налогообложения.

Риск потерять деньги велик даже для тех, кто все свое время посвящает покупке, управлению и продаже земельной собственности. Тем более, для среднего человека с небольшими средствами торговля недвижимостью оказывается спекуляцией, а не способом вложения денег.

Вы также можете вкладывать деньги в "твердые активы", что стало популярным в последнее время средством защиты от инфляции. Вы можете покупать золото или серебро. Но они вовсе не приносят дивидендов, оправдывающих дорогостоящее хранение. Вы можете покупать драгоценные камни, монеты или марки. Но покупка их требует серьезной экспертизы. К тому же, при розничной продаже устанавливаются огромные наценки, в значительной мере снижающие ваш потенциальный доход. Вы можете покупать произведения искусства или антиквариат. Но для вкладчиков, которые задумываются о "конце света", это не такое уж движимое имущество. Во времена спада реализовать его очень сложно.

Наконец, вы можете вкладывать деньги в акции и облигации. Именно так поступают банки, по крайней мере с частью вложенных клиентами денег, для того, чтобы выплатить проценты и извлечь выгоду для себя. То же самое можно сказать и о страховых компаниях. И те, и другие значительную часть средств вкладывают в облигации. В настоящее время и они покупают все больше и больше акций, порой доводя их количество до уровня, установленного государственными законами. Более того, коммерческие банки и инвестиционные фонды (трасты), занимающиеся вложением средств клиентов, большую часть денег предпочитают вкладывать в акции.

Почему?

Как показывает многолетний опыт, средняя акция приносит более высокий доход и в большей мере защищает и от явного и неявного риска, чем любой другой вид инвестиций.

Держатели акций в Америке - это люди, владеющие почти всем бизнесом. И пока он развивается - инвесторы процветают.

Но справедливо это не для всех и не всегда. Одни заработали миллионы, другие - разорились. Многие компании преуспели, а какие-то обанкротились. Но в течение многих лет средний вкладчик получал на вложенные деньги значительный доход. Самое же важное заключается в том, что цена акций росла одновременно с общим ростом цен. И вкладчик мог выгодно продать свои акции, особенно, если он владел ими долгое время. Таким образом его капитал оказывался защищенным от инфляции.

Исследование, проведенное в 1982 году Консультативным Компьютерным центром Силвер Спринг, штат Мэрилэнд (Computer Directions Advisors of Silver Spring, Marylend), показало, что с 1926 по 1982 год общий рост доходов по обычным акциям опережал рост индекса стоимости жизни примерно в три раза.

Вот причины, по которым все больше людей, раньше и не вспоминавших об акциях, покупают их сейчас. И для всех знание основных законов бизнеса необходимо.

ИТАК...

Глава 2

Что нужно знать об обычных акциях

"ОБЫЧНАЯ акция", на самом деле, вещь не совсем обычная. Она играет ведущую роль в обеспечении стабильности нашей системы, являясь основой бизнеса и свободного предпринимательства. Становясь держателем части акций компании, вы тем самым становитесь частично владельцем самой компании. Иными словами, вы и другие держатели акций сообща владеете ей.

Как же появляются акции?

Допустим, что вы изобрели новую прекрасную складную рыболовную удочку, получили патент и убеждены, что вашему изобретению обеспечен прекрасный рынок сбыта.

Вы готовы начать производство. Не хватает лишь самого главного - капитала. Не хватает средств, чтобы арендовать маленькую фабрику, купить необходимое оборудование, нанять рабочих и агентов по сбыту. Вы могли бы начать дело будь у вас 20000 долларов. Но их нет. Ни один банк не даст кредит только на основании вашего патента. Найти "доброго ангела", который согласился бы вложить в ваше дело такую сумму, тоже не удается.

Тогда вы решаете создать компанию и начать выпуск акций. После оформления всех необходимых по законам штата документов акционерная компания Pocket Pole (Карманные удочки) начинает свое существование. Но это еще не все: вы должны найти двадцать человек, каждый из которых согласился бы вложить в дело по 1000 долларов. Для этого вам придется выпустить и продать 20 паев по цене 1000 долларов. Каждый человек, купивший такую акцию, окажется владельцем 1/20 части компании.

Конечно, один захочет вложить в ваше дело 2000 долларов, а другой - только 200. Решение напрашивается само: поставить более низкую цену на каждую акцию, но продать их больше. Этот вариант привлекателен и для по-

купателя. Продать - если это придется сделать - дешевые акции все-таки легче. Кроме того, людей, которые могут потратить 10 или 100 долларов, гораздо больше, чем тех, кто сможет купить акции за 1000 долларов.

Итак, в конце концов вы решаете продать 2000 паев по 10 долларов каждый. Эти паи и будут обычными акциями Pocket Pole Company. Цена в 10 долларов, указанная на них - это *номинальная стоимость (номинал).*

Продав 2000 паев по 10 долларов, вы собираете необходимый капитал в 20000 долларов. Pocket Pole Company становится реальностью. Полагая, что теперь дела Pocket Pole Company - это ваши дела, вы можете договориться с другими владельцами акций о том, что будете получать процент от доходов компании, не внося денег. Но - для простоты изложения - допустим, что вы покупаете часть их наравне с другими акционерами.

Каждый владелец пая Pocket Pole Company является совладельцем компании. Доля компании, принадлежащая ему, зависит от количества паев, купленных им из тех 2000, что были выпущены в обращение. Если он купил 1 пай, ему принадлежит 1/2000 часть компании, если же 20 паев - 1/100 часть компании, или 1%. Свидетельством права собственности служит выдаваемый каждому владельцу *акционерный сертификат*, в котором указано количество приобретенных акций.

Допустим, что весь выпуск акций продан пятидесяти владельцам. Управлять компанией будет сложно: приходится советоваться с каждым акционером по любому поводу: например, покупать этот станок или тот, продавать готовую продукцию за 40 или 50 долларов и т.д.

Поэтому для наблюдения за деятельностью компании держатели акций выбирают совет директоров или правление. Как же выбирается правление? На основе голосования и в соответствии с количеством акций, приобретенных каждым акционером. Если в совет на заранее назначенный срок нужно избрать 5 человек, то тому, кто владеет одной акцией, предоставляется 1 голос, который он может подать за каждую из 5 вакансий, а тот, кто владеет 10 акциями - 10 голосов.

В свою очередь, Совет директоров выбирает президен-

та и несет всю полноту ответственности за ведение дел Pocket Pole Company. В большинстве случаев члены правления не могут посвятить все свое время делам компании и наделяют президента правом решать любые вопросы, управления компанией, а также назначают других должностных лиц, которые могут как быть, так и не быть акционерами компании.

Раз в год правление Pocket Pole Company проводит общее собрание держателей акций, где руководство выступает с годовым отчетом перед совладельцами.Правление также обеспечивает всех как присутствующих, так и отсутствующих акционеров копией этого отчета.

Если кто-либо из акционеров недоволен деятельностью компании, он может высказать свое мнение на собрании и внести предложения, которые, по его мнению, способствовали бы улучшению дел, акционеры обязаны голосовать "за" или "против" него. Обычно решение принимается простым большинством, причем каждый имеет право на количество голосов соответствующее количеству принадлежащих ему акций.

Если вопрос, требующий голосования, возникает до собрания (например, выборы новых директоров), каждого акционера предупреждают заранее. Если он не может присутствовать на общем собрании, то его просят подписать *доверенность*, в которой он передает свои полномочия кому-либо из служащих или директоров и просит данного человека быть *доверенным лицом* или представителем и голосовать за него.

В тех случаях, когда приходится выбирать новых директоров, оппозиционно настроенная группа может в противовес списку, предложенному руководством, выставить своих кандидатов. В этой борьбе каждая сторона старается получить подписанные акционерами доверенности. Это называется "борьбой за доверенности".

В дополнение к регулярным заседаниям правления и годовым собраниям пайщиков могут созываться собрания акционеров для решения специальных проблем.

Почему люди будут кладывать деньги в вашу компанию? Считая ее продукцию качественной, они будут надеяться получить доход, во-первых, в виде дивиден-

дов, и во вторых, в результате роста цен акций Pocket Pole Company.

Для начала разберемся с дивидендами. Допустим, что за первый год после оплаты всех счетов и налогов прибыль компании составляют 2000 долларов, или 10% от размера первоначального капитала в 20000 долларов, т.е. тех денег, что были собраны после продажи 2000 обычных акций. Это довольно высокая, хотя и вполне возможная, прибыль для вновь организованной компании.

Совет директоров решает, как поступить с полученной прибылью. Не исключено, что она будет целиком выплачена держателям акций. Возможно, правление решит оставить всю прибыль в кассе компании, купить новое оборудование, расширить производство и получить более высокую прибыль на следующий год. Но поскольку все пайщики любят получать дивиденды и всем советам директоров это известно, правление Pocket Pole Company может выбрать компромиссное решение: выплатить 1000 долларов в качестве дивидендов, а другую 1000 долларов - нераспределенную прибыль - снова вложить в дело.

Если правление выделяет 1000 долларов на дивиденды по 2000 выпущенных акций, то доля дохода на одну акцию составляет 0.50 доллара. Это та сумма, которую получает владелец 1 акции. Соответственно, владелец 10 акций получает 5 долларов, а владелец 100 акций - 50 долларов, что составляет 5% прибыли, независимо от количества вложенных денег.

Но они получат и дополнительную прибыль, правда не сразу ощутимую. Та 1000 долларов, которую правление решило удержать и вложить в дело, увеличит ценность каждой акции и, тем самым, ее эквивалентную долю в капиталах предприятия.

Если первоначальная цена акций Pocket Pole Company составляла 10 долларов, то теперь они должны оцениваться в 10.50 долларов, поскольку компания располагает дополнительной 1000 долларов - помимо первоначального капитала в 20000 долларов.

Номинал акции в 10 долларов, становится условным. Год от года номинальная стоимость будет иметь все меньшее отношение к цене акции, особенно если компания

зарабатывает хорошие деньги и если директора продолжают год за годом вкладывать часть доходов в дело.

Всего через несколько лет *общая стоимость имущества* компании, т.е. все, чем она владеет: завод, оборудование и товарно-материальные запасы - может удвоиться, если не возрастут *пассивы*, или общая сумма долгов компании. При этом "*книжная стоимость*" каждой акции (активы баланса минус задолженность, деленные на число выпущенных акций) будет увеличиваться.

Номинал акции - термин, который столь часто понимается неправильно и настолько считается малозначащим, что сейчас многие компании или не указывают стоимость своих акций (такие акции называются *акциями без номинала*), или оценивают их в 1 или 5 долларов, т.е. настолько низко, что невозможно рассматривать эту цену как индекс реальной стоимости.

Термин "*книжная стоимость*" имел реальное содержание в прошлом веке, когда неискушенной публике зачастую предлагали "*разжиженные*" *(дутые) акции*. Это выражение восходит ко временам, когда торговцы скотом для увеличения веса животных перед продажей давали пищу с большим количеством соли, а затем перед взвешиванием обильно поили.

Среди ценных бумаг - это акции, которые выпускаются по явно завышенной цене, т.е. на сумму, превышающую реальный капитал. Например, некий бессовестный делец может вложить в создаваемую им компанию полмиллиона долларов, а выпустить акций на миллион. Затем продать акции и положить себе в карман полмиллиона. Или, продав половину акций, т.е. вернув свои деньги, он может присвоить оставшуюся часть акций и, таким образом, стать владельцем половины доходов компании, ничего не вложив в нее. Теперь такие мошенничества практически невозможны из-за ужесточившегося контроля со стороны государства.

Многие владельцы акций понимают, что "книжная стоимость" мало что значит в настоящее время. Реальное значение имеет прибыльность компании и перспективы ее роста, а вовсе не общая стоимость ее заводов и оборудования. Акции некоторых крупных компаний продают-

ся по ценам, вдвое или втрое превышающим "книжную стоимость". Акции же других, например, компаний железных дорог, тратящих огромные средства на техническое оснащение, продаются по цене меньше "книжной".

Нередко под "книжной стоимостью" понимают сумму, которую владелец акций ожидает получить при ликвидации обанкротившейся компании и распродаже ею собственности. Но это не всегда оправдывается, поскольку редко удается получить полную стоимость ее имущества.

Как же можно определить, чьи акции выгоднее: Pocket Pole Company или какие-либо другие?

Ответ на этот вопрос может быть один: акции имеют ценность только, если кто-то готов платить за них в тот момент, когда вы собрались их продавать.

Если же продукция компании непопулярна и не находит сбыта, если заработная плата и цены на сырье слишком высоки, если руководство неэффективно, то Pocket Pole Company, как и любая другая компания, может потерпеть крах. Если дело дойдет до банкротства, ваши акции могут обесцениться.

Таков худший вариант. И тот, кто рискнул купить акции компании, потерпит неудачу.

Но если Pocket Pole Company работает успешно, если у нее регулярные высокие доходы, если часть этих доходов регулярно выплачивается в виде дивидендов, а другая часть разумно используется для расширения производства, то ваша акция дороже тех 10 долларов, которые вы за нее уплатили. Может быть даже существенно дороже. Это и есть второй путь увеличения капитала при вложении денег в акции - через увеличение цены. Напомним, что первый путь - через получение дивидендов.

Цена акции, как и цена почти всего остального в этом мире, определяется спросом и предложением: тем, сколько согласны платить за нее и тем, за сколько согласны ее продать, сколько один человек предлагает, а другой запрашивает. Вот почему акции имеют предлагаемую и запрашиваемую цены - цены покупателя и продавца.

Но следует помнить, что цена не может быть надежным руководством по удачному вложению денег. Некоторые не хотят покупать дорогостоящие акции, думая, что

акция, купленная по низкой цене - это удачное приобретение. Но акции одной компании могут продаваться по низкой цене лишь потому, что их много, "пирог" был разрезан на изрядное количество маленьких кусочков. Тогда как акции другой, настолько же процветающей компании, иметь высокую цену, поскольку ее фонд не был разделен на мелкие части и число выпущенных ею акций меньше. Цена акции имеет значение только в связи с прибылью и дивидендами, приходящимися на долю собственности (пай).

Вот и весь наш небольшой рассказ об обычной акции - что она из себя представляет, как она появляется, и что значит владеть ею.

Компании American Telephone & Telegraph, General Motors и US Steel могут выпускать миллионы акций и представлять интересы миллионов держателей акций. Но даже в этих супергигантских корпорациях каждая акция играет точно такую же роль, как и акции в нашей Pocket Pole Company. И каждый держатель акций имеет те же права, привилегии и ответственность.

Есть только одно существенное различие между вложением денег в Pocket Pole Company и покупкой акций вышеназванных компаний. Эти компании занимаются бизнесом в течение многих лет. Вы кое-что знаете о них. Вы знаете, насколько хороши их товары и услуги, оказываемые ими. Вы можете изучить их историю, увидеть, насколько увеличились цены на их акции за прошедшие годы и каковы прибыли и дивиденды.

По имеющейся информации вы можете составить достаточно надежное суждение о том, являются ли цены на акции этих компаний завышенными или заниженными.

И, наоборот, человек, покупающий акции Pocket Pole Company, исходит лишь из собственного мнения о качестве продукции компании и о том, насколько она будет пользоваться спросом. Он не может руководствоваться статистическими данными, у него нет информации, на которую можно опереться при оценке перспектив развития компании.

Если уж до конца выдерживать терминологию, то держателя акций Pocket Pole Company нельзя считать вла-

дельцем ценных бумаг. В большинстве случаев, когда человек покупает акции новообразованной компании, он отнюдь не вкладывает деньги в нее, он лишь пытается играть. *Вкладчик (инвестор)* рассчитывает получить умеренную прибыль за умеренный риск. Игрок, *биржевик* - идет на риск, надеясь получить большую выгоду в результате изменения цен на акции. Вкладчик рассчитывает на получение прибыли в течение долгого времени. Человек, играющий на бирже, рассчитывает получить большую прибыль за сравнительно короткое время. Американский бизнес нуждается и в тех, и в других. Без игроков не мог бы зарождаться новый бизнес, а старый - не устоял бы в трудные времена. Без вкладчиков у компаний не было бы капитала для продолжения дела и более или менее интенсивного роста и расширения.

Глава 3

Как продаются новые выпуски акций

ПРЕДПОЛОЖИМ, что прошедшие годы оказались благоприятными для нашей Pocket Pole Company. Первоначальная модель складной удочки стала очень популярной, и в настоящее время выпускаются различные модификации этой модели. Из года в год компания получала неплохую прибыль, что позволило ей регулярно выплачивать дивиденды, размер которых теперь равен 1 доллару на акцию в год (или 0.25 доллара за квартал). Дирекция даже заявляла о выплате *дополнительных дивидендов* по итогам нескольких особенно удачных лет - один раз 0.25 доллара на акцию и два раза по 0.50 доллара на акцию.

Именно, теперь руководство пришло к необходимости расширения производства. В результате компания сможет выпускать вдвое больше карманных удочек и получать двойную прибыль. Но это означает, что нужно дополнительное оборудование, больше рабочих и, кроме того, гораздо большая сумма, чем та, что имеется на счету компании. Где же достать 40000 долларов?

Можно взять ссуду в банке. Может быть, какие-нибудь два или три банка согласятся предоставить кредит. Но некоторым из директоров Pocket Pole Company не хочется становиться заложниками банков. Их беспокоит не только выплата ежегодного процента по кредиту, но и обязанность в рассрочку отдавать занятые деньги. Такая постоянная и продолжительная утечка средств из кассы компании может съесть значительную часть прибыли и привести к уменьшению дивидендов или полному прекращению их выплаты. Да и банки не слишком охотно идут на заключение долгосрочных сделок, и даже, согласившись, могут настаивать на включении своих представителей в совет директоров. Такая перспектива не слишком устраивает руководителей Pocket Pole Company.

Есть ли другой способ достать деньги?

Да, есть.

Может быть, нынешние акционеры захотят вложить новые средства в компанию? А может быть, кое-кто со стороны не откажется вложить деньги в маленькое преуспевающее предприятие, каким является Pocket Pole.

Это идея!

Правление компании запрашивает у акционеров разрешения на выпуск 3000 дополнительных акций. Из них 2000 будут проданы сразу, а остальныя 1000 будет храниться пока компании опять не понадобятся средства. Каждая новая акция дает владельцу те же права и привилегии, что и акции первого выпуска.

Это предложение одобряется значительным большинством акционеров, но не без возражений. Одна из владелиц акций протестовала против такого плана. По ее мнению, акции компании должны быть обычными акциями двух видов акций: класса А и класса В. Владельцы акций класса А, то есть первоначально выпущенных акций, пользуются всеми правами и привилегиями. Владельцы акций класса В, лишаются права голоса, хотя и получают такие же дивиденды. Другими словами, ей хотелось бы, чтобы деятельность компании контролировалась лишь владельцами акций первого выпуска.

Председатель правления выступает против этого предложения. Такие *различающиеся по статусу акции*, уже не пользуются популярностью среди вкладчиков. Правда, некоторые компании до сих пор располагают двумя видами разностатусных акций, но в последние годы лишь немногие из акционерных обществ решаются на их выпуск.

К тому же, как разъяснил председатель, права прежних владельцев отнюдь не будут ущемлены, поскольку предполагается, что именно они купят большую часть нового выпуска акций. Им даже предоставляется возможность внеочередного их приобретения на льготных условиях, что обычно и делается компаниями, выпускающими *новые партии ценных бумаг*.

В связи с этим правление предлагает разрешить прежним акционерам выкупить новые акции по цене 20 долларов, то есть на 2 доллара меньше той цены, по которой первоначально выпущенные акции продаются и покупа-

ются на рынке. Другие покупатели смогут купить любое количество из оставшихся акций по рыночному курсу.

После того, как план одобрен акционерами, каждому из них выдается документ на *право покупки* новых акций со скидкой по отношению к рыночной цене - сертификат. Любой, располагающий 2000 акциями первого выпуска, может приобрести 2000 новых акций по цене 20 долларов за акцию, а тот, кто располагает 10 акциями, получает право на приобретение 10 новых, если, конечно, захочет их купить. Этим правом можно воспользоваться лишь в течение двух недель. Если такие права оказываются постоянными или предоставляются на длительное время, то их называют *гарантиями.* Сертификат-гарантия позволяет купить указанное количество акций по оговоренной цене в течение некоторого времени или без указания срока действия гарантии.

Акционеры Pocket Pole, не имеющие возможности или не желающие приобретать дополнительные акции, могут продать свои права. Нередко торговля правами ведется достаточно интенсивно, даже если они обеспечивают покупку всего лишь части пая - 1/10, 1/5 или 1/4 новой акции на каждую старую.

В компании Pocket Pole каждое право оценивается в 1 доллар. Эта цена складывается следующим образом: располагая одной акцией компании Pocket Pole стоимостью в 22 доллара и купив дополнительную акцию за 20 долларов, вы оказываетесь владельцем двух акций, средняя цена которых равна 21 доллару, что меньше на один доллар текущей цены акции. Это и есть цена права! Некоторые акционеры могут продать свои сертификаты дешевле, а другие получить больше одного доллара за акцию. Конечно, найдутся и беззаботные, которые не воспользуются своим правом. Права утрачивают свою силу по истечении указанного срока.

Стандартная формула для вычисления стоимости прав такова: берется преобладающая цена акции (22 доллара), затем из нее вычитается цена, указанная в сертификате (20 долларов), эта разность (2 доллара) делится на число старых акций, дающих право на покупку одной новой (у нас - 1) плюс одна дополнительная акция (1 + 1

= 2; 2 доллара : 2 = 1 доллар).

Предположим, что по истечении срока действия прав оказалось, что все они были использованы, за исключением сертификатов на покупку 50 акций нового выпуска. А оставшиеся акции были проданы по 22 доллара. В итоге капитал компании вырос на 40100 долларов, хотя она выпустила всего 4000 обычных акций.

План компании Pocket Pole по расширению производства начал осуществляться. Но в связи с задержкой поставок необходимого оборудования новая фабрика вышла на полную мощность только через два года. Необходимость выплачивать дивиденды поставила правление компании в затруднительное положение. За первый год переходного периода правление выплатило обычный дивиденд в размере 1 доллара за акцию, что привело к полному опустошению кассы компании. На второй год совет директоров решил, что продолжать дела в том же духе - полное безрассудство. По их мнению, единственное благоразумное решение - *пропустить выплату регулярного дивиденда* до выхода нового завода на проектную мощность и оставить весь доход в кассе компании.

Но что скажут владельцы акций, если компания не выплатит дивидендов? Пропуск в выплате неминуемо приведет к падению цены на акции. Это может послужить тревожным сигналом для потенциальных покупателей.

Решить эту проблему можно, использовав 1000 акций, выпуск которых был ранее разрешен владельцами. С согласия акционеров правление бесплатно распределяет их среди владельцев 4000 имеющихся акций из расчета 1/4 акции из неизрасходованного запаса на 1 акцию, имеющуюся у акционера.

Фактически этот *дивиденд, выплаченный акциями*, ничего не меняет в положении любого из акционеров. Никто из них не стал богаче, да и доля в капитале компании, принадлежащая ему, не увеличилась. Акционеру, владевшему до этого одной акцией, принадлежала 1/4000 часть компании. Теперь же, владея 1.25 акции, он также располагает 1/4000 частью.

Но с учетом перспектив эта дополнительная четверть акции имеет потенциальную ценность - она даст реаль-

ную прибыль и дополнительные дивиденды, когда дела компании вновь пойдут успешно.

К счастью, так и произошло. Pocket Pole преуспела в своем бизнесе. На следующий год ее прибыль составила 2 доллара на акцию. Совет директоров все же решил выплатить дивиденды в прежнем размере - по 1 доллару на акцию. Доход того, кто располагал всего лишь 1,25 акции, оказался равным 1.25 доллара.

Ассоциация информационного содействия приватизации
Финансовая информатика
представляет

Телекоммуникационную систему
оперативного обмена информацией
"ТелеТабула"

ОСНОВНОЕ назначение системы - содействовать ускорению процесса приватизации и развитию организованного рынка ценных бумаг.
СИСТЕМА "*ТелеТабула*" включает:

- электронную доску объявлений Российского фонда федерального имущества
- периодические электронные издания (материалы бюллетеня "Реформа", электронный журнал "Приватизация. Инвестиции. Недвижимость.", информационно-справочный бюллетень "Фондовый и финансовый рынок")
- электронную почту для связи между всеми заинтересованными участниками процесса приватизации
- юридическую и справочную информацию по приватизации, фондовому рынку и его участниках
- средства для поддержки электронной торговли приватизационными чеками, акциями приватизированных предприятий, инвестиционных фондов

Контактный телефон: 279-97-66

Глава 4

Что необходимо знать о привилегированных акциях

ПОСТРОИВ новый завод и закупив современное оборудование, Pocket Pole стала преуспевать. Ее доходы удвоились. По решению совета директоров большая их часть пошла на увеличение выпуска продукции и улучшение ее качества. Дивиденды выплачивались весьма скромные, но компания росла. Капитал ее достиг 200000 долларов.

Затем возникли новые перспективы. Появилась возможность приобрести за 75000 долларов компанию Rapid Reel, владельцами и управляющими которой были члены одной семьи. До сих пор эта компания входила в число конкурентов нашей Pocket Pole. Совет директоров Pocket Pole решил, что было бы весьма выгодным купить ее за такую цену. Но где взять 75000 долларов?

После переговоров выяснилось, что президент Rapid Reel хотел бы отойти от дел, а все средства от продажи компании разместить так, чтобы обеспечить себе и своей семье хороший постоянный доход. Он с высокой похвалой отозвался о Pocket Pole, а, кроме того, перспективы роста компании показались ему реальными и вполне благоприятными. Это и послужило основой сделки.

Совет директоров Pocket Pole предложил включить Rapid Reel в состав компании. Но как же расплатиться за сделку? Предоставив в распоряжение владельцев компании Rapid Reel *привилегированные акции* с фиксированными дивидендами - 750 акций Pocket Pole с номинальной стоимостью 100 долларов.

Владельцам привилегированных акций гарантированы преимущественные права на капитал компании, если та ликвидируется, но безусловно, после выплаты всех долгов. В нашем случае оговаривалось, что дивиденды по привилегированным акциям выплачиваются каждый год до выплаты дивидендов по обычным акциям. А чтобы

сделка оказалась наиболее заманчивой для владельцев Rapid Reel, компания установила достаточно высокие ежегодные дивиденды по привилегированным акциям - 10 долларов на акцию, или 10%. Иногда в год такой крупной покупки дивиденды не выплачиваются, поскольку компания рискует не получить прибыль, достаточную для их покрытия.

Наиболее распространенным типом привилегированных акций являются *кумулятивные привилегированные акции.* Именно такие и были выпущены компанией Pocket Pole, чтобы расплатиться с владельцами Rapid Reel. Кумулятивные привилегированные акции Pocket Pole служили гарантией, что при невозможности выплаты дивиденда в размере 10 долларов на каждую акцию сумма дивидендов увеличивается и выплачивается на следующий год или, когда компания получит достаточно высокую прибыль. Если в течение ряда лет компания не имеет возможности рассчитаться, то растет и задолженность, которая должна быть полностью погашена до того, как владельцы обычных акций получат хоть что-нибудь.

Было также оговорено, что эти *акции* не дают право *на получение дополнительных дивидендов.* Иными словами, владельцы привилегированных акций отстраняются от участия в дополнительной прибыли, которую компания может получить в наиболее удачные для нее годы - по этим акциям выплачивается только оговоренный фиксированный дивиденд. Даже если доходы настолько высоки, что дивиденды по обычным акциям удвоились или даже утроились, владельцам привилегированных акций выплатят по 10 долларов на акцию. К тому же, они не занимаются делами компании и лишены права голоса при решении каких-либо вопросов, кроме тех, которые могут ущемить гарантированные им права. Но им предоставлено право выбора двух директоров, если компания пропустит платеж или не сможет уплатить привилегированный дивиденд в течение восьми кварталов подряд.

Хотя условия такого выпуска акций можно было бы считать типичными, все же, стандартных привилегированных акций не существует. Единственное, что между ними есть общего - это гарантия владельцам привилеги-

рованных акций первоочередной выплаты дивидендов и их первоочередное право на участие в распределении остатков фондов компании при ликвидации. Вот почему такие акции называются привилегированными. И поэтому цена их достаточно стабильна (она не увеличивается и не уменьшается), что нельзя сказать об обычных акциях.

Привилегированные акции могут различаться: обычно их номинальная стоимость равна 100 долларам, но иногда выпускаются и акции без номинала; могут отличаться и нормы дивидендов; такие акции не дают права на получение дополнительных дивидендов, хотя бывают и исключения.

Часто привилегированные акции выпускаются для приобретения другой компании. Но большая часть - если необходим дополнительный капитал для расширения или обновления компании, а также в трудные для компании времена, когда ни ее акционеры, ни другие инвесторы не хотят вкладывать деньги в обычные акции фирмы.

Чаще всего приходится иметь дело с кумулятивными привилегированными акциями. Но встречаются и *некумулятивные акции*: акции с ненакапливающимся дивидендом. В основном это акции железных дорог. Иногда, когда компания переживает не лучшие времена, *накопленные дивиденды*, распределяемые по кумулятивным привилегированным акциям достигают таких размеров, что компания оказывается не в силах их выплатить. В этих случаях пытаются договориться с держателями акций о частичной оплате. Некоторым компаниям приходилось выплачивать накопившиеся дивиденды в размере 100 долларов на акцию, стоимость которой - также 100 долларов.

Другой вид привилегированных акций, популярный в последние годы, - это *конвертируемые привилегированные акции*, которые можно обменивать на другие виды акций той же компании. Их владельцу предоставляется право обменять их на определенное количество обычных акций в течение определенного времени. Допустим, что компания продает новый выпуск конвертируемых привилегированных акций, когда ее обычные акции имеют на рынке цену от 17 до 18 долларов за акцию. Тогда в дого-

воре указывается, что каждую вновь выпускаемую привилегированную акцию с номиналом в 100 долларов, можно обменять в течение пяти лет в любое время на пять обычных акций компании. Понятно, что для держателей привилегированных акций такой обмен невыгоден до тех пор, пока цена обычной акции не поднимется выше 20 долларов за акцию.

Цены привилегированных конвертируемых акций связаны с ценами обычных акций и, поэтому более подвержены колебаниям, чем цены на другие виды привилегированных акций. Это их свойство имеет как положительный, так и отрицательный характер. Если компания богатеет и цена на обычные акции растет, владелец привилегированной конвертируемой акции может решить, что цена обычных акций достаточно высока, и пора обменять конвертируемые акции. Если же цена на обычные акции падает, конвертируемые привилегированные акции также понижаются в цене. И то, что должно было бы привлекать, оборачивается неожиданно своей противоположностью. Даже высокие дивиденды могут показаться не столь заманчивыми по сравнению с дивидендами, выплачиваемыми по простым привилегированным акциям. Конвертируемые привилегированные акции пользуются особой популярностью, когда цены на акции повышаются.

В большинстве случаев при выпуске привилегированных акций оговаривается условие: компания по своему усмотрению может изъять из обращения выпуск с выплатой его полной стоимости и надбавки - примерно 5%. Обычно компания пользуется этим правом, если у нее появляется возможность заменить одну серию другой - с более низкой ставкой дивидендов.

Владельцам Rapid Reel план, предложенный правлением Pocket Pole показался весьма привлекательным. Сделка была заключена после того, как акционеры Pocket Pole одобрили ее и санкционировали в обмен на Rapid Reel Company выпуск 750 кумулятивных привилегированных акций (с десятипроцентным дивидендом и номинальной стоимостью 100 долларов за акцию).

Расширившись, Pocket Pole начала свой путь в "боль-

шой бизнес". И в течение последующих десяти лет продолжала успешно развиваться благодаря увеличению спроса на ее продукцию. В дальнейшем она приобрела маленькую компанию по производству нейлоновой лески Nylon Line Company.

Компания, производящая "всякую всячину" для рыбной ловли, Fishing Supplies Corporation была приобретена с помощью нового выпуска привилегированных акций. Акции этого выпуска называются *второстепенными привилегированными акциями*: их владельцы признают за бывшими владельцами Rapid Reel приоритетное право на фонды и прибыль компании. Чтобы заинтересовать владельцев Fishing Supplies в сделке, в договор включили пункт о конвертируемости акций. Иными словами, были выпущены конвертируемые привилегированные акции.

С помощью дополнительного выпуска обычных акций была также куплена компания по производству охотничьих ружей - Sure-Fire Rifle Company. По договору три акции компании Sure-Fire Rifle Company обменивались на одну акцию компании Pocket Pole.

Наконец, используя такую же операцию по *обмену акций*, приобрели и контрольный пакет акций компании, выпускающей экипировку для туристов - Camping Supplies Incorporated.

Теперь, владея многопрофильным и прекрасно налаженным производством, фирма решилась на эксперимент: покупку собственных магазинов. За несколько лет возникла сеть из 30 небольших магазинов, продающих спортивные товары - Rod and Reel Centers.

Увеличивались объемы торговли, росли доходы. Соответственно росли и дивиденды. Когда их уровень достиг 6 долларов в год, акции Pocket Pole стали продаваться по 120 долларов за акцию и даже дороже. Держатели акций начали жаловаться, что из-за слишком высокой цены их трудно продать. Тогда решили *раздробить акции* в соотношении 10/1 и одновременно переименовать компанию. А название Rod & Reel, Inc. теперь подходило ей больше.

Поэтому одну старую акцию Pocket Pole заменили на десять новых обычных акций Rod & Reel. Теоретически

каждая новая акция должна была оцениваться в 12 долларов. Но из-за того, что операция дробления вызывает повышенный интерес вкладчиков к акциям, их рыночная цена вскоре поднялась на 1 и даже 2 доллара за акцию.

Если компания выпустит больше акций, чем наша Rod & Reel, то такое дробление может негативно повлиять на цену акций. При увеличении количества выпущенных акций, например, в пять раз, более крупная компания рискует столкнуться с избытком своих акций на рынке, который может быть оправдан лишь высоким спросом на акции. Иначе, неминуемо падение цен на них.

На пути к успеху компанию Rod & Reel подстерегала серьезная опасность. Компания-конкурент Double-X (производство спортивных товаров), внимательно наблюдая за развитием Rod & Reel, предложила слить капиталы двух компаний. Но после многократных совместных заседаний и тщательного изучения всех плюсов и минусов, дирекция Rod & Reel решила отклонить предложение Double-X и сохранить свою самостоятельность.

Однако правление компании Double-X рассчитывало на положительный ответ. Она нуждалась в Rod & Reel и в ее теперь уже широко известных торговых центрах. Решив все-таки добиться своего, правление Double-X предложило акционерам Rod & Reel продать принадлежащие им акции компании, причем Double-X соглашалась купить эти акции за цену, превышающую текущую рыночную почти на 10%. Для получения контрольного пакета нужно было выкупить определенное количество акций Rod & Reel. Владельцы акций Rod & Reel, подписавшие документы о согласии на продажу акций, обязывались продать свои акции компании Double-X по установленной цене и в определенный день.

Правление Rod & Reel боролось против попыток поглощения компании и убеждало владельцев акций не давать согласия на продажу. Из этой борьбы Rod & Reel вышла победителем. Лишь немногие держатели ее акций согласились продать их даже по такой высокой цене. Double-X не смогла приобрести контрольный пакет и вынуждена была отступить, сняв предложение.

В конце семидесятых и в начале восьмидесятых годов, из-за резкого роста расходов и повышения кредитных ставок, оказалось гораздо выгоднее покупать уже действующие предприятия, чем строить новые. Богатые корпорации, располагавшие крупными капиталами, вели между собой жестокие торговые войны за приобретение мелких компаний. Нередко цены на акции той компании, за которую шла борьба, возрастали в два или три раза в течение нескольких недель. Вскоре поиск мелких компаний, наиболее подходящих для поглощения, стал одной из любимых головоломок на Уолл Стрит, требующих учета таких факторов, как размеры фондов, возможности роста, а также временную недооценку акции этих компаний на рынке. Rod & Reel оказалась одним из тех немногих "кандидатов на съедение", избежавшим слияния с более крупными и сильными противниками в те тяжелые времена.

Вот, собственно, и вся история Rod & Reel, Inc., в прошлом - Pocket Pole, Inc. История со счастливым исходом, ибо такой ее задумали авторы. История, в которой рассказано об использовании акций, способствовавшем успеху компании. Реален ли наш рассказ? А вы вспомните о компаниях General Motors или International Business Machines, Xerox или Polaroid или о сотнях других. Рыночная стоимость акций первых вкладчиков этих компаний (которых, вероятно, лучше всего называть "игроками") выросла в 10, 20, а в некоторых случаях даже в 100 раз.

2 Заказ 3182

Глава 5

Что необходимо знать об облигациях и инвестиционно-учредительской деятельности банков

ПРЕДПОЛОЖИМ, что у вас есть крупная сумма, которую вы хотите вложить в дело. Предположим, что вы - по тем или иным причинам - относитесь к инвестированию несколько консервативно. Тогда вам лучше получить представление о *промышленных облигациях* - еще одном виде ценных бумаг, выпускаемых компаниями типа Rod & Reel, Inc.. Такие облигации раскупаются в основном *учреждениями-инвесторами*: банками, страховыми компаниями, пенсионными фондами, университетами и благотворительными организациями. Сразу оговоримся, что если вы не располагаете крупными суммами, а также склонны к риску, то, вам лучше вложить деньги во что-нибудь другое.

Но во-первых, кто вам точно скажет, где и когда вы сумеете получить много? Во-вторых, каждый разумный инвестор должен разбираться в бизнесе ценных бумаг и иметь представление хотя бы о том, что такое облигации.

Легче всего понять, что представляют собой облигации, если вновь вспомнить компанию Rod & Reel и рассмотреть ее финансовое состояние в те трудные для нее времена, когда вновь потребовались деньги - один миллион долларов нового капитала - самая крупная сумма за все время ее существования.

Долгое время Rod & Reel развивалась несколько беспорядочно. При удобном случае компания покупала то завод, то фабрику, то склад, то магазин.

Пришло время навести порядок и объединить разрозненные части в единое стройное целое. Независимая фирма разработала проект и рассчитала экономический эффект от модернизации оборудования. Огромные затраты должны окупиться за несколько лет.

Но где взять деньги?

Если вы - финансовый директор корпорации, то в первую очередь обсудите эти вопросы с руководством банка, услугами которого вы пользуетесь. Банк из месяца в месяц, предоставляет кредиты для закупки сырья. Но миллион долларов!? Нет, им такое не под силу. Пожалуй, в этой ситуации лучше всего обратиться в - *инвестиционный банк*. И, наверняка, это вам и посоветуют.

Инвестиционные банки специализируются в предоставлении средств на длительный срок. Обычно размер кредитов, выдаваемых ими значительно превышает тот, что потребовался Rod & Reel.

Нужно сказать, что в большинстве случаев, когда компании требуются деньги, она старается получить дополнительные средства так, чтобы занятую сумму не выплачивать, а использовать *капитал в виде акций*, выпустив обычные акции.

Если положение компании прочно и у нее хорошие виды на будущее, или, иными словами, рынок ее акций активен и процветает, то инвестиционный банк может дать *гарантии на размещение выпуска обычных акций (андеррайтинг)*. Банк закупит весь данный выпуск акций компании, а затем продаст их по установленной цене индивидуальным инвесторам. Пожалуй, это единственный случай, когда цена выпуска акций фиксирована. Как только акции попадают на свободный рынок, их цена определяется только тем, сколько просят за них продавцы и сколько платят покупатели - законом спроса и предложения.

Подписывая гарантию на размещение выпуска, инвестиционный банк подвергает себя риску: уверенности в том, что весь выпуск будет распродан - у него нет. За взятый на себя риск банк надеется получить прибыль.

Если выпуск акций не очень большой (его стоимость не превышает одного или двух миллионов долларов) инвестиционный банк, вероятнее всего, захочет и сможет взять всю ответственность на себя. При крупных выпусках он предпочтет разделить риск с другими инвестиционными банками, объединившись в *андеррайтинговую группу или синдикат*.

Когда приходит время продажи выпуска акций на рынке, *гаранты* приглашают дилеров, специализирующихся на операциях с ценными бумагами, и создают *синдикат или группу по продаже ценных бумаг.*

Плата за андеррайтинг зависит, прежде всего, от того, насколько высок предполагаемый спрос на эти акции. Стоимость таких сделок колеблется от 3 до 10% окончательной продажной цены. Эти расходы полностью берет на себя продавец. Покупатели освобождаются от уплаты комиссионных сборов и всех других издержек. При размещении некоторых выпусков акций, таких, например, как акции горнодобывающей или нефтяной промышленности, по 1 или 2 доллара каждая, выплачивается 20% от их стоимости. Такие высокие сборы оправданы, поскольку для продажи *мелких акций* нужны значительные усилия. От трети до половины комиссионного вознаграждения нового выпуска акций идет гарантам. Руководитель андеррайтинговой группы получает за свои услуги дополнительный гонорар. Остальное получают те, кто занимается продажей акций. Но если с самого начала становится ясно, что акции будет трудно продать комиссионное вознаграждение за продажу увеличивается, и соответственно уменьшается вознаграждение за андеррайтинг.

В тех же случаях, когда компании необходим дополнительный капитал, и она хочет его получить за счет продажи нового выпуска, подыскивают инвестиционный банк, который может сделать это за самую низкую плату и на наиболее благоприятных условиях. Постепенно развиваясь, отношения между выбранным гарантом и компанией могут стать очень тесными. Если компании опять потребуется дополнительный капитал, то, вероятнее всего, она обратится за помощью к тому же гаранту. В этом случае *сделка* называется *оговоренной*, отличаясь, тем самым, от *конкурентных торгов*, которые назначаются, если несколько инвестиционных банков заинтересованы в получении права на заключение контракта.

Многие компании стремятся получить дополнительный капитал путем продажи новых выпусков акций. Но Rod & Reel является сравнительно небольшой, и в данном случае инвестиционный банк вряд ли одобрит вы-

пуск этого вида ценных бумаг. Скорее всего, он санкционирует выпуск облигаций. В обычные годы совокупная стоимость новых выпусков облигаций может в пять или даже в десять раз превышать совокупную стоимость новых выпусков акций. Отметим, что чуть больше пяти процентов денег, вложенных в американский бизнес, получено от продажи акций.

Облигация представляет собой документ, по которому компания, выпустившая его, обязуется вернуть взятые в долг деньги. На это указывает и ее название. Продавая облигации, компания занимает деньги у вкладчиков. Иначе говоря, облигации являются официальным свидетельством долга. Каждую облигацию следует рассматривать как обязательство компании вернуть покупателю к указанному сроку ее номинальную стоимость - как правило, 1000 долларов. В большинстве случаев компания обязуется выплачивать установленную процентную ставку с момента выпуска облигации до ее погашения.

Человек, приобретающий акцию компании, покупает, тем самым, и часть самой компании. Покупая облигацию, он лишь дает компании некоторую сумму в долг.

Владелец акции рассчитывает на получение дивидендов и, таким образом, принимает участие в распределении прибыли компании. Владелец же облигации может получить только фиксированный доход в виде выплачиваемых процентов на вложенную сумму.

Существует и другое важное различие между акциями и облигациями. Владелец акции надеется получить хороший доход, если дела компании пойдут успешно, поскольку возрастет цена акций. У владельца облигации такой надежды нет. Если рыночная цена на облигации и повышается, то незначительно и независимо от успехов выпустившей ее компании. Но весьма существенными бывают изменения цен, вызванные колебаниями процентной ставки. Например, в конце семидесятых - начале восьмидесятых годов колебания цен на облигации были ничуть не меньше, чем колебания цен на рынке акций, а иногда даже превосходили их по размаху.

Хотя владелец облигации и не надеется на получение такой же высокой прибыли на вложенный капитал, как

владелец акции, он и не рискует столько потерять. Этот вид инвестиций гораздо лучше защищен, благодаря тому, что облигация по своей сути является долговым документом. Если компания прекращает свое существование, то задолженность владельцам облигаций, как и все прочие задолженности - по заработной плате, за сырье и другие - выплачиваются в первую очередь после распродажи того, что от компании осталось. Иски о возмещении убытков рассматриваются в таком порядке: сначала от владельцев облигаций, затем от владельцев привилегированных акций и в последнюю очередь - от владельцев обычных акций.

Из-за того, что элемент риска при приобретении облигаций относительно мал, они весьма популярны среди учреждений-инвесторов. Таких покупателей и ищет инвестиционный банк, подписав гарантии размещения выпуска облигаций. Зачастую ему удается продать весь выпуск облигаций одному или двум покупателям: банку, страховой компании или пенсионному фонду. Такой вид размещения называется *частным размещением ценных бумаг*.

Поскольку облигации легко можно разместить среди инвесторов, стоимость андеррайтинга и комиссионное вознаграждение за продажу выпуска облигаций ниже по сравнению с выпуском акций.

С точки зрения любого финансового директора выпуск акций обладает очевидными преимуществами перед выпуском облигаций. Процент, выплачиваемый по облигациям, представляет собой постоянную статью расходов, с которой приходится считаться и в хорошие, и в плохие времена. К тому же, облигации должны быть погашены в срок. А владельцу акций нужно платить дивиденды только в случае, если компания получает прибыль.

Если дела компании идут успешно, она вполне может себе позволить выплачивать проценты за те деньги, которые были "одолжены" у владельцев облигаций. Но только в том случае, когда дополнительный капитал, вырученный от продажи выпуска облигаций позволил получить более высокую прибыль. Существенно и другое: при выплате процентов по облигациям может быть снижен на-

лог. Сумма выплат вычитается из общей прибыли компании до того, как платится федеральный подоходный налог. Наоборот, дивиденды по акциям выплачиваются из суммы, оставшейся после уплаты подоходного налога. Таким образом, компании обходится дешевле выплата определенной суммы владельцам облигаций, чем владельцам акций.

Положение компании, когда она решается на выпуск облигаций мало отличается от того, в которое попадаете вы, когда просите кредит в банке. Если вы хорошо знакомы с банкиром, он уверен в вашей платежеспосбности, то он может дать вам кредит, не требуя никакого залога (ни страхового полиса, ни других финансовых документов) для обеспечения гарантий займа. Но если банкир вас не знает или сумма значительна, он может настаивать на том, чтобы вы внесли залог в виде, скажем, закладной на дом.

Компаниям также приходится проходить через эти формальности. Конечно, они бы предпочли получить деньги, не закладывая свое имущество для обеспечения обязательств, оговоренных при выпуске облигаций. Но управляющий инвестиционным банком сказал, что компании Rod & Reel придется размещать выпуск облигаций, а не выпуск акций.

Пришлось согласиться на облигации, но финансовый директор компании предложил выпустить - на сумму в один миллион долларов - особый их вид, называемый *облигациями акционерной компании.*

При выпуске таких облигаций акционерной компании не приходится в качестве гарантий закладывать недвижимое имущество или собственность компании. Фактически возникает всего лишь огромная задолженность. Сейчас облигации этого вида чаще всего выпускаются вполне преуспевающими крупными компаниями. Но в нашем случае управляющий инвестиционным банком не дал согласия на выпуск этого вида облигаций, поскольку Rod & Reel, хотя и процветает, все же сравнительно невелика и не слишком известна. Он опасался, что при таких обстоятельствах облигации окажется трудно продать.

Тогда финансовый директор компании предложил

включить в сертификат положение о конвертируемости, сделав таким образом облигации акционерной компании более привлекательными для потребителя. На рынке часто встречаются *конвертируемые облигации.* Они существенно различаются по условиям, оговоренным в них. Но, как и привилегированные конвертируемые акции, любые конвертируемые облигации могут быть обменены на определенное количество обычных акций.

Конвертируемость может привлечь большее внимание к облигациям этого вида: она дает возможность извлечения дополнительной выгоды в том случае, если цены на акции компании поднимутся. Но покупатель, имеющий дело с облигациями, может весьма подозрительно отнестись к такому "подслащиванию". Ему лучше всех известно: нельзя получить что-то в обмен на ничто. И это справедливо не только для рынка облигаций, но и для всех других видов торговли. Конвертируемая облигация дает возможность получить прибыль при повышении цен на обычные акции, но это связано со снижением ее надежности. Права, которые она гарантирует, являются второстепенными по сравнению с правами, предоставляемыми другими видами облигаций.

Поэтому управляющий инвестиционным банком не одобрил эту идею. Видя его отношение к делу, финансовый директор компании Rod & Reel не стал обсуждать вопрос о возможности выпуска еще двух видов облигаций: во-первых, *облигаций, процент по которым выплачивается только при наличии прибыли* у компании, и во-вторых, *облигаций, выпускаемых с целью изменения структуры основного капитала* компании.

И те и другие ценные бумаги представляют собой некий гибрид акций и облигаций; они чем-то похожи на некумулятивные привилегированные акции, поскольку процент по ним выплачивается только, если компания получает прибыль. Если прибыль невелика и позволяет оплатить только некоторую часть положенной суммы, компания имеет право заплатить столько, сколько сможет, причем процентная ставка должна быть кратна 0.5. Таким образом, на пятипроцентную облигацию компания может выплачивать 2.5, 3 или 3.5% - по своему ус-

мотрению и в зависимости от полученного дохода. Понятно, что такие виды облигаций не пользуются большим спросом.

Существует еще один вид облигаций - *облигации, обеспеченные другими ценными бумагами*, хранящимися на условиях траста. Раньше их популярность, как и популярность облигаций, по которым выплачивается процент только при наличии прибыли у компании, была гораздо выше, чем сейчас. Но Rod & Reel в таких облигациях не нуждалась. В этом случае компания депонирует другие виды ценных бумаг в учреждении, выступающем доверенным лицом. Этим обеспечиваются гарантии своевременного погашения задолженности и выплаты процентов. Как правило, стоимость пакета депонированных ценных бумаг оказывается по крайней мере на 25% выше общей стоимости выпуска облигаций. Чаще всего при этом депонируются ценные бумаги дочерних фирм.

В ходе дальнейших переговоров стало ясно, что управляющий инвестиционным банком считает приемлемым единственный вид облигаций, а именно *облигаций, обеспеченных первой закладной*. Гарантией этого вида облигаций является первая закладная на всю собственность компании, причем учитывается не только та собственность, которой владеет компания в текущий момент, но и та, которую она может приобрести позднее.

Промышленные облигации этого типа входят в число самых надежных инвестиций. Права владельца облигаций, обеспеченных первой закладной, имеют абсолютное преимущество перед всеми остальными: перед правами владельца облигаций акционерной компании, облигаций, выпускаемых с целью изменения структуры капитала, а также облигаций под вторую закладную, выпущенных после того, как оформлена первая закладная.

Смирившись с тем, что для выпуска облигаций на один миллион долларов придется закладывать собственность компании, в том числе и новый завод, на строительство которого деньги и требовались, финансовый директор Rod & Reel задал вопрос о процентной ставке. Но банкир не был готов к немедленному ответу: она зависит прежде всего от кредитоспособности компании и величи-

ны ее потенциального дохода. Без тщательного и кропотливого изучения всех аспектов ее деятельности на этот вопрос нельзя ответить. Такое исследование проводит каждый инвестиционный банк при помощи независимых квалифицированных бухгалтеров, инженеров и других специалистов, прежде чем подписать гарантию на размещение любого выпуска ценных бумаг.

При расчете процентной ставки по облигациям, учитывается не только жизнеспособность компании, но также качество самих облигаций и общая ситуация в бизнесе. При подготовке выпуска Moody's Investors Service и Standard & Poor's Corporation - самые известные в стране экспертные фирмы - оценивают его качество. Чаще всего оценка качества, данная и той и другой компанией, совпадает. Но форма выражения оценок оказывается разной. Компания Moody's оценивает качество облигаций (в порядке ухудшения) таким образом: Ааа, Аа, А, Ваа, Ва и так далее. Standard & Poor's предпочитает использовать заглавные буквы в оценке качества: ААА, АА, А и так далее; ее специалисты, кроме того, приписывают положительную или отрицательную оценку большинству главных групп качества.

В 1920 году по облигациям класса Ааа или ААА компании выплачивали больше 6%, в 1945 году процент снизился до 2.5%. В начале шестидесятых годов по облигациям с таким рейтингом выплачивался процент от 4.5% до 5%. Дилеры, занимающиеся операциями с ценными бумагами, долгое время считали его устоявшимся. Однако к концу шестидесятых годов доход от этих облигаций вырос до 8%, затем до 10% в 1974 году и, наконец, к 1981 году поднялся до 14% из-за роста инфляции.

Когда деньги "связаны", как это было, например, в конце семидесятых - начале восьмидесятых годов, банки повышают ставки по закладным и кредитам, но выплачивают и более высокие проценты по вкладам. В этот период обычно возрастают процентные ставки по облигациям. Если одновременно с этим падают размеры дивидендов, выплачиваемых по акциям, то может случиться, что вкладчик получит больший доход по облигациям, чем по акциям. Этим соблазняются многие, помещая свои сбере-

жения в более надежные виды вкладов.

Исходя из сказанного, было бы ошибкой считать цены на облигации неизменными. Когда происходит выпуск новых облигаций со ставкой 13 или 14%, то у цен на ранее выпущенные облигации со ставкой 4 или 5%, намечается тенденция к снижению. Никто не захочет платить номинальную стоимость за старую облигацию, по которой можно получать всего 4%, если купив новую за ту же цену, можно обеспечить себе доход в 14%. Единственное условие, при котором старая облигация может продаваться на рынке на равных с новой, - снижение ее цены не менее чем на треть от первоначальной.

В конце семидесятых - начале восьмидесятых годов, когда ставки, взимаемые банками с самых кредитоспособных клиентов, поднялись до неслыханного уровня - 20 процентов, цены на старые облигации с низкими процентными ставками резко упали. Устойчивый рынок облигаций со стабильными ценами и предсказуемыми доходами, пользовавшийся особой популярностью среди консервативно настроенных людей и организаций-инвесторов, стал ареной скачков цен, невиданных даже во времена самых драматических событий на рынке акций.

Процентную ставку по облигациям часто называют *купонной ставкой*, поскольку к облигации прилагали некоторое количество отрывных купонов - по одному на каждые шесть месяцев срока действия облигации. Когда подходило время выплаты, владелец облигации вырезал купон и предъявлял его представителю компании для получения денег. Купоны использовались из-за того, что первоначально облигации, в отличие от акций, не регистрировались на имя владельца в учетных книгах компании, и являлись собственностью того, кто владел ими в данный момент, и назывались *облигациями на предъявителя.*

В настоящее время от этой практики почти отказались. Большинство компаний выпускает облигации, которые регистрируются на имя владельца, так же, как и акции. Однако на некоторых *именных облигациях* до сих пор сохранились купоны. В некоторых случаях владелец облигаций в назначенный срок автоматически получает

чеки компании. Эта форма обслуживания чрезвычайно популярна. Со временем выражение "стрижка купонов", обозначающее получение средств к существованию в виде процентов по облигациям, совсем исчезнет из современного языка.

Кроме процентной ставки, установленной компанией по облигациям, важен также срок *долгового обязательства* - время, в течение которого компания собирается его погасить. В основном, чем сильнее компания, тем срок дольше. Для компании типа Rod & Reel этот срок может составлять 10 лет. Возможно, ей понадобится создать *фонд погашения задолженности* и вкладывать в него каждый год сумму, достаточную для выкупа определенной части облигаций. Такие же правила существуют и при ежегодной выплате части основной суммы по закладной. Но, принимая во внимание планы нашей компании по строительству и реконструкции, ей могут дать передышку в два или три года, прежде чем она начнет вносит деньги в фонд выкупа.

Большую часть облигаций компания, если у нее хватит средств, может погасить до истечения срока долгового обязательства.

Срок действия различных облигаций колеблется в широких пределах, но обычно - от 20 до 30 лет. Интересно, что самыми долгоживущими облигациями являются облигации железных дорог: многие из них действительны в течение 100 лет, есть и такие, на которых не указан срок истечения долгового обязательства. Это честное признание в том, что железные дороги никогда не смогут полностью расплатиться со своим долгами.

Существует и такой вид облигаций, как *облигации, обеспеченные движимым имуществом*, срок действия которых не более 15 лет. Такие облигации, выпускаемые сериями в различные сроки, дают возможность железнодорожным компаниям проводить плановое обновление подвижного состава. Ставки по некоторым из них составляют всего лишь 1.5%. Залогом оплаты таких облигаций служит оборудование железных дорог.

приобрести облигацию со ставкой 6 процентов, но она может принести *доход* чуть больший или меньший в зависимости от того, за какую цену вы ее приобрели и каков срок ее погашения. Если вы купили облигацию, заплатив за нее ровно 1000 долларов, и получаете 60 долларов по ней каждый год, то ваш доход составляет ровно 6 процентов. Но если вы заплатили, например, 1050 долларов, то, очевидно, выплата в размере 60 долларов будет представлять собой величину меньше 6 процентов от вложенной суммы. Если вы будете держать облигацию до срока ее погашения, вы получите в качестве выкупа только 1000 долларов, потеряв при этом 50 долларов. Если срок долгового обязательства составляет 20 лет, то это означает, что сумма, которую вам выплачивают по облигации будет каждый год меньше на 2.5 доллара. К тому же за эти двадцать лет вы потеряете доход, который можно было бы получать на эти 50 долларов.

Таким образом, если вы платите 1050 долларов за шестипроцентную облигацию с двадцатилетним сроком погашения, то ваш чистый доход до срока погашения составит 5.58%, но только при условии, что все суммы, полученные в виде процентов, реинвестируются, прибавляясь к сумме, от которой исчисляется процент. Конечно, если вы купили облигацию не с наценкой, а со скидкой, заплатив, например, 950 долларов вместо 1050 долларов, то годовой доход по облигациям составит больше 6%.

Именно сумма дохода, получаемого до срока погашения, сделала особенно привлекательными в 1981-1982 годах многие выпущенные ранее облигации со ставкой 4 или 5%. Например, в начале 1982 года можно было купить облигации самого высшего качества, например, облигации фирмы American Telephone & Telegraph со ставкой 3⅞ и сроком погашения в 1990 году по цене примерно 53 доллара. Из-за резкого падения цены доход по этим облигациям настолько вырос, что они смогли конкурировать на рынке с девяти- и десятипроцентными облигациями. Старые облигации А.Т.&Т. при погашении через 8 лет по номинальной стоимости поднимутся в цене на 47 пунктов. В результате чистый доход до срока погашения для этих облигаций составит более 19%. Та

часть дохода, которая является доходом от прироста капитала, подлежит налогообложению по той же шкале, что и другие доходы от прироста капитала, и это дает вкладчику заметные преимущества при уплате налогов.

Выпуск акций или облигаций для получения новых капиталов представляет собой еще один способ финансирования. Но очень часто выпуск привилегированных акций или облигаций является частью операции по дополнительному финансированию (рефинансированию). При этом компания может заменить старые облигации, выпущенные много лет назад, на новый выпуск. Этот процесс называется *погашением старой задолженности путем выпуска нового займа.*

С какой целью может быть сделан такой обмен? При изменении ситуации компаниям бывает выгодно погасить ранее выпущенные облигации или привилегированные акции с высокими процентными ставками. Сделать это можно с помощью средств, полученных от продажи нового займа с более низкой ставкой.

Когда количество выпущенных облигаций или привилегированных акций велико по сравнению с количеством обычных акций компании, то говорят, что обычные акции компании имеют высокое соотношение между бумагами с фиксированным и нефиксированным доходом. Любое повышение или понижение доходов компании может очень сильно и непропорционально влиять на цену ее акций.

Почему это происходит? Допустим, компания должна ежегодно выплачивать 500000 долларов по облигациям и привилегированным акциям. Если перед выплатой этой фиксированной суммы компания имеет 1 миллион долларов, то на долю владельцев обычных акций остается всего 500000 долларов. Если же доход компании составляет 3 миллиона долларов, то держатели обычных акций получают 2500000 долларов в виде дивидендов или реинвестированного капитала, что способствует и росту авторитета компании, и стоимости ее акций. Иными словами, трехкратное увеличение доходов компании приводит к пятикратному увеличению доходов владельцев обычных акций. Владельцы же облигаций и привилегированных акций получат все те же фиксированные 500000 долла-

ров.

Конечно, если доходы компании упадут с 1 миллиона долларов до 500000 долларов, владельцам обычных акций не останется ничего. Приведенный пример наглядно иллюстрирует, как изменение доходов компании может повлиять на доходы держателей обычных акций. Именно поэтому у компании, имеющей значительно больше ценных бумаг с фиксированным доходом, чем с нефиксированным, акции колеблются в цене гораздо сильнее, чем акции компаний, располагающих небольшим количеством выпущенных облигаций или привилегированных акций.

Глава 6

Как регулируются новые выпуски ценных бумаг

НОВЫЕ выпуски ценных бумаг должны отвечать всем требованиям федерального закона, регулирующего их продажу на рынке.

В дни Великого бума двадцатых годов продавалось много новых акций различных компаний, дававших заманчивые обещания, но не подкрепленные реальными возможностями. Для того, чтобы изменить существовавшее положение, Конгресс Соединенных Штатов в 1933 году принял закон, широко известный как Закон о выпуске ценных бумаг (Truth in Securities Act), затем в 1934 году был одобрен Закон о ценных бумагах и биржах (Securities Exchange Act). Для наблюдения за их выполнением в том же году была создана Комиссия по ценным бумагам и биржам - S.E.C. (Securities and Exchange Commission).

Эта комиссия требует *полного раскрытия* деятельности компании прежде, чем ей будет разрешен выпуск акций или облигаций. Компания должна представить в комиссию *документ о регистрации ценных бумаг*, содержащий полную и объективную информацию о ее финансовом положении - капитале и долгах. Также предъявляются документы, содержащие сведения о соотношении прибыли и убытков компании за последние несколько лет, о всех выпусках ценных бумаг, условиях, на которых они выпускались; список руководящего состава компании и ее директоров, данные о заработной плате пяти самых высокооплачиваемых сотрудников, чья общая суммарная зарплата превышает 50000 долларов, и данные о всех лицах, владеющих более чем 5% каждого выпуска ценных бумаг. Наконец, должны быть представлены данные о хозяйственной деятельности компании.

Если вся эта информация оказывается полной и заслу-

живающей доверия, комиссия дает компании разрешение на выпуск ценных бумаг.

Комиссия по ценным бумагам и биржам следит также за доступностью собранной информации любому покупателю. Компания обязана указать все основные факты ее деятельности в *объявлении о выпуске акций*. Дилер по операциям с ценными бумагами, предлагающий для продажи новые акции или облигации, обязан предоставить такой проспект каждому, кто его потребует. Проспекты-объявления акционерных компаний должны находиться на бирже в течение сорока дней после выхода компании на рынок для продажи акций нового выпуска. Если продается первый выпуск акций компании, то ее проспекты должны храниться на бирже в течение 90 дней.

До того как устанавливается цена нового выпуска ценных бумаг, печатается "предварительный проспект". Такие проспекты, еще не проверенные Комиссией по ценным бумагам и биржам, иногда называют "копчеными селедками". Они служат исключительно для рекламных целей, поэтому содержащаяся в них информация, подается так, чтобы отвлечь внимание читателей от тех сведений о новом выпуске, к которым Комиссия могла бы отнестись критически. Предварительные проспекты обычно распространяются только среди членов андеррайтинговых групп, а также групп, которые берутся за продажу данной партии ценных бумаг. Поскольку кое-какие "копченые селедки" иногда доходят до широких слоев покупателей, то на титульном листе каждого экземпляра должно быть напечатано красным цветом предупреждение о том, что этот проспект еще не проверен Комиссией по ценным бумагам и биржам.

Обычно объем такого проспекта - от 20 до 30 страниц, иногда они бывают больше. Некоторые процветающие компании, особенно коммунальные предприятия, стабильные в финансовом отношении, пользуются долгосрочным правом, предоставленным им Комиссией по ценным бумагам и биржам, публиковать краткие проспекты о новых выпусках облигаций. В 1970 году Комиссия по ценным бумагам и биржам смягчила свои правила: "краткая форма" проспекта о выпуске ценных бумаг

была разрешена и другим компаниям, имеющим стабильное финансовое положение и возрастающую прибыль в течение ряда лет.

Пока новый выпуск находится в стадии "проспектного регулирования" (то есть на бирже имеются проспекты нового выпуска ценных бумаг), ни один брокер или дилер не имеет права сообщать клиентам никакой дополнительной информации или высказывать личное мнение как о новом выпуске, так и о выпусках, продававшихся ранее и связанных с новым. При желании можно лишь опубликовать проспект или его подробный конспект. Рекламировать новый выпуск позволяется единственным способом - с помощью объявления, не содержащего никакой другой информации, кроме названия выпуска, его цены, объема, имен гарантов и дилеров, взявшихся за его продажу. В таком объявлении обычно делается предупреждение о том, что здесь не следует искать предложений о продаже или покупке ценных бумаг, поскольку такого рода предложения могут содержаться только в проспекте. Иногда в Wall Street Journal или в какой-нибудь крупной столичной газете можно натолкнуться на объявление, в котором не только сообщается о новом выпуске ценных бумаг, но и содержится извещение о том, что он полностью распродан. Вас может удивить такая реклама. Но ее появление легко объяснить. Когда андеррайтинговым группам удается продать новый выпуск крупным инвесторам до того как он попадет на свободный рынок и будет предложен широкой публике, они вправе гордиться своими успехами. Поэтому для укрепления своего престижа они и печатают объявление об уже проданном новом выпуске. Это - отличная реклама как для андеррайтинговой группы, так и для той компании, ценные бумаги которой были проданы.

Даже если финансовые документы компании и положение ее дел удовлетворяют всем требованиям Комиссии по ценным бумагам и биржам и она дает разрешение на новый выпуск ценных бумаг, на этом трудности не заканчиваются. В большинстве штатов имеются свои законы, регулирующие регистрацию и продажу новых ценных бумаг, во многом сходные с требованиями S.E.C., но имеющие и серьезные отличия. Поэтому компании при-

ходится тратить довольно много времени и средств на административные и судебные издержки, чтобы привести свои бумаги в соответствие с различными законами.

Эти хлопоты по подготовке нового выпуска к продаже требуют больших денежных затрат и могут стать очень дорогостоящими. В чеке, предназначенном для оплаты расходов по подготовке всех необходимых документов и публикации проспекта, могут проставляться шестизначные числа. Это происходит в тех случаях, когда новый выпуск ценных бумаг предлагает крупная компания, и она обязана предоставить проспект всем прежним и будущим владельцам своих акций. Гонорар, выплачиваемый юристам и экономистам, также выливается в кругленькую сумму.

Но все-таки в федеральном законе, как и в большинстве государственных законов, найдется лазейка для мелких компаний типа Rod & Reel. Например, если общая стоимость нового выпуска не превышает 1.5 миллиона долларов, то компании необходимо заполнить только короткую регистрационную форму в S.E.C. Это правило называется "*Правилом А*". Компании, соблюдающие его, могут удовлетворить все требования закона, опубликовав так называемую *рекламу по продаже ценных бумаг*. Для выпусков, стоимость которых меньше 100000 долларов, не обязательна и такая реклама. Если новый выпуск может быть размещен частным образом, то есть будет закуплен не более чем 35 вкладчиками без объявления в печати и без участия широкой публики, то его даже не надо регистрировать в S.E.C.

Если речь идет о продаже выпуска ценных бумаг сравнительно мелкой компании, такой как Rod & Reel, то инвестиционный банк может попытаться отнести этот выпуск к разряду размещаемых частным образом, выделив участие одного или двух организаций-инвесторов: страховой компании, банка или благотворительного фонда - еще до того, как сделка окончательно оформлена. В этом случае он будет настаивать на том, чтобы данный выпуск имел самую высокую степень надежности, поскольку таким покупателям нужны только первоклассные ценные бумаги. Для Rod & Reel это означает необходимость вы-

пуска облигаций, обеспеченных первой закладной.

Хотя правила "полного раскрытия информации" Комиссии по ценным бумагам и биржам в огромной степени способствовали защите интересов инвестора, и сейчас нередко обсуждается вопрос о том, действительно ли необходима такая строгость, не удерживает ли она многие компании от попыток получить новые средства для расширения. Кроме того, запрет на распространение любой информации о компании, пока проспект ее нового выпуска находится на бирже, лишает вкладчиков, имеющих ранее выпущенные компанией ценные бумаги, основной информации о ней. Смысл этого правила - запрещение содействия продаже нового выпуска - имеет безусловно положительное значение. Но это же правило порой создает затруднения для инвесторов.

Вовсе не очевидно, что вкладчик получит ту прибыль, которую мог бы получить при отсутствии этих правил. Людей, покупающих новые акции, немного по сравнению с общим количеством вкладчиков. К тому же они редко читают проспекты, а если и делают это, то вряд ли многое понимают в них. Но, если покупатель знает, что выпуск санкционирован S.E.C., а значит ею тщательно проверен и одобрен, то он не будет сомневаться в его качестве.

Конечно, информация, содержащаяся в любом проспекте, совершенно достоверна и может защитить от мошенничества. Но такая полная информация не может служить гарантией прибыли или защитой от потерь. Крылатое латинское изречение "Caveat emptor" ("Пусть покупатель будет осмотрителен") остается главным правилом рынка. И особенно о нем следует помнить, когда речь идет о покупке акций новых непроверенных выпусков. В частности, это относится к дешевым акциям нефтяных компаний и компаний по добыче и обогащению урана, выброшенным на рынок несколько лет назад. Многие из них не стоили даже той бумаги, на которой были напечатаны. При выпуске таких дешевых акций для того, чтобы не "рассказывать все" в развернутом проспекте, были использованы преимущества "Правила А", обычно предоставляемые "малым выпускам".

имеющих выпущенные ценные бумаги и пытающихся разместить новые, значительно уменьшается. Понятно, что пропорционально уменьшается и число новых выпусков. Но в периоды подъема, число компаний, выпускающих большое количество акций для продажи, возрастает вместе с ростом деловой активности. И если дела в бизнесе в целом действительно идут хорошо, а грандиозные планы маленьких компаний выглядят достаточно привлекательно, то спрос на новые выпуски их ценных бумаг может оказаться велик. В результате первая официальная торговая цена резко повышается по сравнению с предлагаемой продавцом. В течение последних пятнадцати лет во время все более частых приступов "лихорадки из-за новых выпусков" случалось и так, что первый выпуск акций какой-нибудь маленькой компьютерной компании, продававшийся по цене 10 долларов за акцию через андеррайтинговую группу, в первый же день перепродавался на свободном рынке по цене 25 или 30 долларов за акцию. Высокий спрос на такие "горячие" новые выпуски вынуждает брокеров дробить партии акций, предложенных им для продажи, на части по 10 или 15 акций в каждой. Некоторым покупателям, не сумевшим приобрести ни одной акции по начальной цене, придется покупать их во время свободной продажи на бирже по существенно более высоким ценам.

В периоды интенсивной спекуляции новыми выпусками очень часто случалось, что компании, не имеющие доходов или даже не выпускающие никакой продукции, "выходили на рынок" с первым выпуском акций. Некоторым из них так никогда и не удавалось получить прибыль, и вскоре они объявляли себя банкротами. Например, в конце шестидесятых годов очень многие компании по производству бытовых приборов и по обслуживанию предприятий "быстрого питания" продали первые выпуски своих акций доверчивым покупателям, которые с тех пор ничего о них не слышали. В конце семидесятых - начале восьмидесятых та же история повторилась с компаниями, предлагавшими использование дешевых видов энергии, а также с компаниями, работавшими в области внедрения биотехнологий в промышленность. Но в этот

же период впервые выходили на рынок и другие компании, работавшие в различных перспективных областях. И наградой для самых терпеливых их вкладчиков были высокие прибыли, благодаря тому, что в свое время им удалось купить акции этих компаний по первоначальной запрашиваемой цене.

Покупатель сильно рискует, приобретая новые выпуски акций, но при этом он может получить существенно более высокие доходы, чем в любой другой области инвестиционной деятельности. Риск велик, так как о компаниях, впервые выходящих на рынок, практически нет никакой информации. А доходы могут быть высокими, так как акции этих компаний первоначально приобретаются по сравнительно низкой цене.

В приведенной ниже таблице отражены данные о колебаниях цен, полученные в результате структурного анализа новых выпусков, вышедших на рынок с 1978 по 1981 год. (I - новый выпуск, II - дата, III - предлагаемая цена, IV - цена покупателя, V - изменение цены.)

I	II	III	IV	V
New Issue	*Issue Date*	*Offering Price ($)*	*Bid Price 1/82 ($)*	*Percentage Change (%)*
Advanced Semiconductor	5/12/81	15	8.50	−42
Avantek	11/16/78	1.87	16.50	+789
Biomedical Ref Labs	5/4/79	6	20	+238
Brae	5/4/79	19	7.75	−59
Brock Hotel	6/18/80	4.08	13.87	+240
Cetus	3/6/81	23	13	−43
Chem-Tronics	1/29/81	14.50	6.50	−53
Dimis	3/13/80	6.75	2.75	−57
Dreco Energy	12/3/80	17.50	8.75	−50
Evans & Sutheriand	9/7/78	3.33	25.25	+666
Fafco	6/23/81	9	3.75	−57
Infotron	3/26/81	25.50	13.25	−47
I.S.C. Systems	9/16/80	4.87	14.75	+208
K-Tron Intl.	12/3/80	16	7.37	−54
Magnuson Computer	6/25/80	20	4.25	−78
Monolithic Memories	8/6/80	21	11.75	−43
N.B.I.	12/12/79	6.67	29	+337
Network Systems	11/3/80	9	18	+100
Odetics	7/14/81	18	9.50	−46
Petroleum Equipment	12/13/78	8	23.75	+200
Sanders Technology	7/17/79	9	2	−75
Sci Tex	5/21/80	5.50	15	+177
Siltec	3/11/80	20	8	−59
Spectradyne	9/17/79	4.89	12.37	+158
Stryker	5/2/79	9.33	20.50	+122
Tech America	8/6/81	13	6.12	−53
Unit Drilling	4/6/79	7	16	+129
Verbatim	6/15/79	17	37.50	+121

Глава 7

Что вы должны знать о правительственных и муниципальных облигациях

ПРАВИТЕЛЬСТВЕННЫЕ облигации - своего рода парадокс. В отличие от других видов ценных бумаг, большинство людей имеет о них некоторое представление, но следует признать, что досконально разбирающихся в них, вероятно, меньше, чем знатоков других видов ценных бумаг.

Во время II мировой войны 85 миллионов американцев, покупая знаменитые правительственные облигации серии Е, узнали, что значит дать деньги государству взамен на обещание об их возвращении и о выплате процентов. Миллионы других американцев заложили основы своего образования в области инвестирования, покупая эти облигации уже после окончания войны.

Только крупные организации - покупатели правительственных облигаций, а также сравнительно небольшое количество дилеров, регулярно продающих и покупающих сотни миллионов ценных бумаг этого вида, прибыль от которых составляют доли процента их стоимости, по-настоящему разбираются во всех тонкостях рынка государственных ценных бумаг. Только они понимают, какое влияние оказывают на него малейшие изменения в кредитной и денежной политике американского правительства или правительств других стран.

Существуют десятки различных выпусков правительственных облигаций с самыми разнообразными процентными ставками, различными сроками погашения и положениями о возможности их досрочного погашения. Некоторые из них выпущены на очень короткий срок. Это так называемые *казначейские векселя*, срок погашения которых составляет всего 91 день, тогда как срок погашения *налоговых сертификатов казначейства* может растягиваться до 10 лет. Для краткосрочных выпусков ставки

Если процентные ставки высоки, то облигации, приносящая в год всего 4¼%, может стать настолько непривле-

нам.

Облигации, выпускаемые различными правительственными агентствами, такими как федеральные банки по кредитованию жилищного строительства или федеральные земельные банки, регулярно продаются теми же дилерами и практически на той же основе, что и правительственные облигации.

Существует и другой вид правительственных облигаций, которые не продаются ни на одном из рынков, а могут быть куплены только у правительства и проданы только правительству по установленным ценам, и не подвержены колебаниям. Это *сберегательные облигации* серий ЕЕ и НН (которые раньше назывались сериями Е и Н). Они могут быть куплены в любом банке без уплаты комиссионных сборов. Их приобретают, считая это своим патриотическим долгом.

Сберегательные облигации впервые были выпущены во время II мировой войны. Максимальная прибыль, которую тогда можно было получить по ним, составляла 2.9% в год. Облигация серии Е стоила 75 долларов, десять лет спустя ее можно было продать за 100 долларов, получив таким образом средний годовой доход в размере 2.9%. Если бы вы захотели продать ее раньше, то получили бы на свой вклад меньший доход.

Поскольку процентные ставки по ценным бумагам возрастали, правительство вынуждено было увеличить прибыль по своим сберегательным облигациям. Эту задачу решили за счет сокращения срока погашения долговых обязательств. К 1969 году срок, в течение которого необходимо было хранить облигацию серии Е до ее оплаты по номиналу, сократился с 10 до 5 лет 10 месяцев. В связи с сокращением срока погашения среднегодовой доход вырос с 2.9 до 5%. Годом позже, с целью активизировать торговлю, Государственное Казначейство увеличило бонус - от ½ до 1%. К 1981 году, в результате сокращения срока погашения и увеличения процента, доход по облигациям серии ЕЕ составил 9% при сроке долгового обязательства в 5 лет. В настоящее время Государственное Казначейство имеет право изменять доход на 1% и в сторону увеличения и в сторону уменьшения каждые шесть месяцев.

Продолжая начатый курс, Государственное Казначейство изменило условия продажи и погашения облигаций серии НН. В отличие от облигаций серии ЕЕ, которые продаются по цене ниже номинала, (например, 100-долларовая облигация по цене 75 долларов) облигации серии НН продаются за полную номинальную стоимость. Правительство выплачивает процент покупателю каждые полгода, причем размер этих выплат увеличивается по мере приближения срока погашения облигации. В начале 1982 года среднегодовой доход по этим облигациям составлял 8.5%. Самые мелкие облигации серии ЕЕ выпускаются достоинством в 50 долларов, а самые дешевые облигации серии НН стоят 500 долларов.

Несмотря на многочисленные отличия, для всех государственных облигаций характерна одна общая черта: они рассматриваются, как самый надежный в мире способ вложения денег.

Чем гарантируются выплаты по этим облигациям? Только честным словом правительства Соединенных Штатов. И ничем больше. До тех пор пока этому слову верят (а это естественно для любого американца), правительственные облигации, при сохранении их до срока истечения долгового обязательства, обеспечивают наилучшую защиту от риска потерять даже малую часть капитала.

Но поскольку цены на них не растут, они практически не защищают от частичной потери покупательной способности ваших денег. Если вы купили в июне 1964 года облигацию серии Е за 75 долларов и держали ее до срока погашения, то в июне 1974 года вы получили за нее 123 доллара. Но то количество товаров, которое вы смогли бы приобрести на эту сумму в 1975 году, в 1964 году обошлось бы вам в 72.78 доллара. Иными словами, вы потеряли 2.22 доллара на каждой облигации из-за огромного роста стоимости жизни.

Рост инфляции, выражаемый в конце семидесятых - начале восьмидесятых годов двузначными числами, привел к тому, что покупательная способность денег, полученных после истечения срока долгового обязательства сберегательных облигаций, продолжает падать. Даже эти

- самые надежные из всех видов инвестиций - приносят самый низкий реальный доход среднему инвестору.

Как и правительство страны, правительства штатов, руководство городов, а также другие органы местного самоуправления (например, местные органы образования и строительства) также нуждаются в деньгах для строительства школ, дорог, больниц и осуществления других проектов. Они тоже выпускают облигации, называемые *муниципальными облигациями*.

В отличие от федерального правительства, гарантирующего размещение своих облигаций, местным органам власти приходится занимать деньги в инвестиционных банках. Банки гарантируют размещение муниципальных облигаций практически теми же способами, что и андеррайтинг промышленных облигаций.

Рост числа выпусков муниципальных облигаций со времени окончания II мировой войны был фантастическим. В начале сороковых таких облигаций выпускалось в год на сумму около 1 миллиарда долларов, а всего их было выпущено на сумму порядка 20 миллиардов долларов. К концу 1981 года в связи с расширением хозяйственной деятельности и возрастанием общественных потребностей эта сумма выросла до 360 миллиардов долларов.

Вкладчик может купить на рынке муниципальные облигации самых различных выпусков с разными сроками погашения долговых обязательств, разного качества и гарантирующих разную величину дохода. В течение долгих лет процентные ставки, выплачиваемые по этим облигациям, изменялись в пределах 3-4%, редко достигая уровня 5%. Но когда в 1980-81 годах процентные ставки по другим ценным бумагам подскочили, муниципальные облигации стали продаваться со скидкой, по ценам, гарантирующим среднегодовой доход на уровне 12, 13 или 14%.

Возросший уровень дохода делает такие облигации более привлекательными еще и потому, что с него не взимается федеральный подоходный налог. Таким образом, на-

ально получает только половину этой прибыли. Если же он получает 10%-ный доход по облигациям муниципалитета, то вся сумма дохода остается ему, поскольку полностью освобождается от федерального подоходного налога.

Во многих штатах муниципальные облигации, выпускаемые руководством города или другой административной единицы, с правом налогообложения внутри штата, также освобождаются от уплаты налога. Это значит, что 5 или 6% дохода на вложенный капитал свободны от налогов. Короче говоря, людям, средний годовой доход которых составляет 100000 долларов, выгоднее вкладывать деньги в муниципальные облигации, доход от которых не облагается налогом, чем получать 25%-ную прибыль от иных способов вложения денег, но платить подоходный налог по более высокой ставке.

Стоит ли удивляться, что муниципальные облигации пользуются особой популярностью среди вкладчиков с высоким уровнем дохода? Это настолько очевидно, что в Конгрессе неоднократно ставился вопрос об отмене этих привилегий. Но администрация больших и малых городов всякий раз решительно выступала против подобных предложений, и Конгресс не решался на отмену.

Лишь самый квалифицированный и опытный эксперт может похвастаться тем, что он знает все о муниципальных облигациях. Но можно сказать, что они высоконадежны и, к тому же, дают вкладчику уверенность, что он всегда сможет продать их на рынке, если не захочет держать до срока погашения. Цены на муниципальные облигации намного стабильнее цен на акции. В 1980-81 годах курс облигаций резко упал, а прибыль по ним поднялась почти до 14%.

Если речь идет о выплате номинальной стоимости по истечении срока долгового обязательства, то муниципальные облигации могут считаться вполне "безопасными", поскольку обязательствам местных властей, как и обязательствам федерального правительства, можно, безусловно, доверять.

Существуют шесть типов муниципальных облигаций.

таются самыми надежными и дающими высокий уровень доходов. Выплата основной суммы и процентов по таким облигациям гарантирована правом штата или города использовать доходы от налогообложения для погашения своих финансовых обязательств. Напротив, *облигации, обеспеченные специальным налогом*, и оплачиваемые из средств, получаемых от особого вида налога, не пользуются "полным доверием и кредитом".

Облигации, обеспеченные доходами от определенного объекта, выпускаются для финансирования конкретных проектов: платных участков дорог, мостов, больниц и пр. Основная сумма задолженности и проценты по таким облигациям выплачиваются из доходов, которые приносят такие объекты. В некоторых случаях штат может выделить кредит на строительство платного участка дороги. Но такое случается нечасто.

Долларовые облигации называются так потому, что котировки для них даются в долларовых ценах, а не в виде процента от номинальной стоимости, так как суммы, выплачиваемые при их погашении, сравнительно невелики. Причем их отличие от других муниципальных облигаций состоит еще и в том, что сроком их погашения является конкретно назначенная дата, а не некоторый период.

Облигации государственных органов, занимающихся финансированием жилищного строительства выпускаются для финансирования низкорентабельных объектов жилищного строительства. Их погашение и выплата процентов гарантируются Национальным управлением по жилищному строительству. Благодаря такому гаранту, эти облигации имеют высокий рейтинг.

Промышленные облигации, обеспеченные доходами от определенного объекта, выпускаются для финансирования строительства промышленных предприятий и являются средством развития промышленности в данном регионе. Эти облигации погашаются за счет арендной платы, взимаемой местными властями. Популярность этих облигаций была настолько высока, что в 1968 году их выпустили на общую сумму в 1.6 миллиарда долларов. Но к концу года в Конгрессе был поднят вопрос о на-

логообложении доходов от этих инвестиций и приняты такие суровые ограничения, что новые выпуски значительно сократились.

Но все-таки на большинство видов таких облигаций не распространяются строгие ограничения. К ним относятся облигации, выпускаемые для финансирования строительства аэропортов, заводов по выпуску оборудования для контроля за загрязнением окружающей среды, а также оборудования для больниц. "Больничные" облигации особенно популярны в последние годы, поскольку до 90% вкладов в них обеспечивалось правительственными программами.

Облигации, выпускаемые для рефинансирования, служат для замещения старых займов с целью повышения процентных ставок. Большая часть муниципальных облигаций - это облигации на предъявителя. Погашение определенных серий облигаций каждого выпуска производится ежегодно в течение некоторого периода, иногда достигающего 50 лет.

В основном муниципальные облигации покупаются банками и компаниями по страхованию

Преимущества, предоставляемые муниципальными облигациями, освобожденными от налогов.

Сравнительный анализ доходов по ценным бумагам, облагаемых налогом и свободных от налога, после его выплаты (по налоговым ставкам, действовавшим в январе 1982 года). При различных уровнях дохода, обозначенных в левой колонке, вы можете получить доход от муниципальных облигаций, указанный в самой верхней строке. Для получения такого же дохода по акциям или по другим ценным бумагам, прибыль от которых облагается налогом, вам требовалось бы иметь уровень дохода (в процентах), указанный на соответствующей строке, расположенной ниже.

I		II						
1982 Taxable Income		*Tax*						
Joint Return	*Single Return*	*Bracket*	*7%*	*8.4%*	*9.8%*	*11.2%*	*12.6%*	*14%*
24,601–29,900		29%	9.86	11.83	13.80	15.77	17.75	19.72
	18,201–23,500	31%	10.14	12.17	14.20	16.23	18.26	20.29
29,901–35,200		33%	10.45	12.54	14.63	16.72	18.81	20.90
	23,501–28,800	35%	10.77	12.92	15.08	17.23	19.38	21.54
35,201–45,800		39%	11.48	13.77	16.07	18.36	20.66	22.95
	28,801–34,100	40%	11.67	14.00	16.33	18.67	21.00	23.33
45,801–60,000/	34,101–41,500	44%	12.50	15.00	17.50	20.00	22.50	25.00
60,001–85,600		49%	13.73	16.47	19.22	21.96	24.71	27.45
Over 85,600/	Over 41,500	50%	14.00	16.80	19.60	22.40	25.20	28.00

I Доход, облагаемый налогом (1982): Совместный / Рассчит. на одного
II Налоговая категория

Глава 8

Как продаются и покупаются акции

АКЦИИ крупнейших и наиболее известных корпораций Америки продаются и покупаются на Нью-Йоркской фондовой бирже. В дни второй мировой войны объем ежедневной торговли не достигал и миллиона акций. Но объемы торговли неуклонно росли, так что даже во времена экономического спада 1973-1974 годов дневной объем превышал 15 миллионов акций, а в 1976 году, когда на рынке началось оживление, оборот доходил до 30 миллионов акций в день. В начале 80-х годов уровень продажи поднялся до 46 миллионов акций в день. Абсолютный рекорд был поставлен 7 января 1981 года, когда продали 92.88 миллионов акций.

Цена 40 миллионов продаваемых в день акций, составляет примерно 3 миллиарда долларов. Поистине фантастическая цифра! Сейчас Нью-Йоркская фондовая биржа - символ американского капитализма.

Именно реклама способствовала широкому распространению мнения, что фондовая биржа - бизнес, о котором все говорят, но никто ничего не знает.

Многие думают, что фондовая биржа продает акции. Это не так. Она ничем не владеет, ничего не продает и не покупает. Если при продаже акций на бирже потеряно или выиграно 100 миллионов долларов, то сама биржа не теряет и не приобретает ни цента. Это место, где находится рынок, на котором каждый день тысячи людей покупают и продают акции через своих агентов, называемых брокерами.

Фондовая биржа также не имеет ни малейшего отношения к назначению цен, за которые покупаются и продаются акции. Цены возникают благодаря двусторонней аукционной системе. Покупатель пытается приобрести акции за наиболее низкую цену и соревнуется в этом с другими покупателями. Продавец старается продать до-

роже и соревнуется с другими продавцами за наиболее высокую цену. Таким образом, фондовая биржа может гордиться тем, что она - самый свободный из всех рынков в мире, рынок с минимальными помехами для установления свободного соотношения между спросом и предложением.

Когда покупатель с максимальной ценой предложения и продавец с минимальной запрашиваемой ценой заключают сделку, каждый из них знает, что на данный момент обе цены оптимальны. И покупатель, и продавец могут быть не полностью удовлетворены. Но ругать за это фондовую биржу так же нелепо, как ругать синоптика за то, что вам слишком жарко или холодно.

Цены на акции могут колебаться очень резко. Например, в 1969-1970 годах они упали на 36%, а в 1973-1974 годах - на 45%. Эти колебания отражают оптимизм или пессимизм владельцев акций при оценке перспектив.

Может быть, вам приходилось слышать, что рынок акций полон неожиданностей, что крупные дельцы вздувают цены или сбивают их, и получают прибыль за счет мелких вкладчиков. Да, такое случалось в 20-е годы. Крупные рыночные спекулянты прибегали к любым сомнительным махинациям, манипулируя (manipulate) ценами на акции для извлечения личной выгоды.

Но сегодня существуют строжайшие законы, предотвращающие биржевые спекуляции. За их неукоснительным соблюдением следит Комиссия по ценным бумагам и биржам. Огромные злоупотребления на бирже в 20-х годах явились одной из причин великого рыночного краха 1929-1932 годов. Цены на акции упали на 89%, что привело к созданию в 1934 году Комиссию по ценным бумагам и биржам. Тридцатью годами позже, после полного и всестороннего изучения купли-продажи ценных бумаг, Комиссия получила от Конгресса дополнительные полномочия и стала оказывать ему помощь в управлении рынками. Речь идет о поправке к Закону о ценных бумагах 1964 года.

Закон 1975 года о реформе рынка ценных бумаг не только увеличил эти полномочия (

бумагами и введены новые), но и дал Комиссии по ценным бумагам и биржам дополнительные средства для расширения ее состава. Это дало возможность S.E.C. более тщательно контролировать рынок и требовать более строгого соблюдения правил и инструкций.

В настоящее время большая часть работы по регулированию рынка передана бирже, которая следит за выполнением всех правил фирмами, входящими в нее. Правила *Нью-Йоркской фондовой биржи (N.Y.S.E.)* в основном направлены на то, чтобы предотвратить нечестные методы торговли и защитить индивидуального вкладчика. Они стали более строгими после реорганизации биржи в 30-х годах. Затем многие пункты были вновь ужесточены после принятия поправки 1964 года.

Но все это не идет ни в какое сравнение с предложенным в 1975 году Законом о реформе. Отголоски его будут чувствоваться долгое время на всех уровнях биржи - от высшего руководства до посыльных, которые занимаются доставкой корреспонденции.

Сегодня в мире бизнеса нет таких строгих правил и еще более строгих внутренних этических норм, как на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Например, на бирже имеется компьютеризованная служба наблюдения за *движением акций*, постоянно контролирующая все цены и объемы продаж и покупок акций на бирже. Компьютер запрограммирован таким образом, что фиксирует любые необычные перемещения акций. Его показания тщательно изучаются. Иногда акции подскакивают в цене из-за распространения каких-либо слухов. Если информация оказывается недостоверной, биржа немедленно предпринимает шаги по пресечению ее распространения. Иногда биржа просит уточнить ситуацию для широкой публики. Если же с помощью компьютера выясняются факты незаконных махинаций, то биржа передает их для расследования в S.E.C.

Когда в 1934 году Конгресс принял первый закон о ценных бумагах, в нем была предусмотрена защита покупателя ценных бумаг (и продавца тоже) от себя самого - от своей собственной алчности и опрометчивости. До 1934

небольшой гарантийный взнос. Обычно он составлял 20%, но иногда был меньше. Некоторые "покупатели" приобретали ценные бумаги в кредит на 100%, т.е. не выкладывая ни цента. Именно таким путем некоторые сколотили себе состояние "из воздуха". Но точно так же многие из них разорились сами и разорили тысячи других.

Во время кризиса 1929 года курс акций резко снизился, и брокерские фирмы стали требовать наличные деньги от владельцев акций, чтобы укрепить свои пошатнувшиеся позиции. Они оказались в положении кредиторов, одолживших деньги для приобретения акций, ценность которых быстро уменьшалась. Допустим, каждая акция стоила 20 долларов. Брокер одолжил своему покупателю 16 долларов, надеясь получить комиссионное вознаграждение и получить в качестве прибыли проценты по долговому обязательству. Но затем цена акции упала до 14 долларов, и в итоге пропала не только доля покупателя в акции, но и брокер понес убыток в 2 доллара по своему кредиту. Между тем, он при этом нуждался в большем количестве наличных для проведения операций. Но зачастую у покупателя либо не было необходимой суммы, чтобы поддержать падающую в цене акцию, либо не было желания тратить солидные деньги для поддержки своего теряющего цену вклада, который вряд ли принесет ему прибыль. В таких условиях брокер оказался вынужденным ликвидировать контракт с клиентом и выбросить на рынок, находящийся в состоянии спада. Такой массовый выброс ценных бумаг на биржу привел к дальнейшему падению цен и к новому требованию о внесении дополнительного обеспечения, к расширению продажи и т.д.. Процесс нарастал, как снежный ком, и завершился величайшей за всю историю катастрофой инвестиционного рынка.

В наше время размер минимального первоначального взноса определяется *Советом Федеральной резервной системы*, и его решение обязательно для всех. Совет время от времени изменяет цифру этого взноса в зависимости от того, насколько строгими, по его мнению, должны быть ограничения на сегодняшнюю рыночную деятельность. С 1934 года первоначальный взнос вырос с

40% до 100% от закупочной цены. Широкое распространение 100%-ого взноса означало, что кредит был отменен совсем, т.е. покупателю приходилось теперь платить за свои акции полную стоимость.

Одно только это - право Совета резервной системы назвать минимальный первоначальный взнос - гарантирует, что катастрофа, какая разразилась в 1929 году, больше не повторится. Время от времени у цен на акции наблюдается тенденция к снижению, иногда очень резкому. В 1937-1938 годах, несмотря на регулирующие меры федерального правительства, они упали на 50% за 12 месяцев. С тех пор много раз происходило понижение цен на 25% и более. Но тем не менее можно с уверенностью утверждать, что такого тяжелого кризиса, какой произошел в 1929 году, больше не будет.

Не будет потому, что Совет Федеральной резервной системы регулирует размер первоначального взноса, и цены не могут произвольно расти, как это было до 1929 года. Тогда люди тратили на акции тысячи миллионов долларов, оплачивая только небольшую часть этой суммы. Одним из достойных внимания результатов регулирования рынка стало изменение его характера. Сейчас рынок больше ориентирован на вкладчика, чем на биржевого спекулянта. Конечно, надеясь на выгоду, дельцы до сих пор покупают и продают акции. Их деятельность не только узаконена, но полезна и, в общем-то, желательна, ибо помогает обеспечению стабильности рынка. Вследствие этого инвестор может покупать и продавать акции по более или менее сходным ценам.

Большинство вкладчиков покупает акции, чтобы получать приличный доход в течение длительного времени. Они не пытаются извлечь прибыль из каждого изменения цен на рынке. Они - инвесторы, т.е. люди, которые хотят быть совладельцами крупнейших и известнейших корпораций.

На 31 января 1982 года на Нью-Йоркской фондовой бирже были зарегистрированы акции более 1500 таких корпораций. В этих компаниях работают 20% американских рабочих. Они обеспечивают почти 40% объема продажи и более 70% прибылей, получаемых всеми акцио-

нерными компаниями Америки. Для того чтобы зарегистрироваться на бирже, компания должна уплатить первый регистрационный взнос в размере 29350 долларов плюс небольшую сумму, начисляемую в зависимости от количества выпущенных акций. Компания должна платить ежегодный взнос до тех пор, пока ее акции остаются зарегистрированными на бирже. Размер взноса колеблется в пределах от 11750 до 58700 долларов в зависимости от количества зарегистрированных акций. Но что более важно, компания должна отвечать ряду требований, сформулированных за долгие годы биржевой деятельности. С 1982 года для того, чтобы компания имела право торговать акциями на N.Y.S.E.,

(1) компания должна иметь по меньшей мере 2 тысячи акционеров, владеющих 100 акциями и более;
(2) по крайней мере 1 миллион выпущенных акций должен принадлежать вкладчикам, а не самой компании;
(3) совокупная рыночная цена акций, не принадлежащих компании, должна быть не менее 16 миллионов долларов;
(4) ежегодный доход должен составлять не менее 2.5 миллионов долларов (до уплаты налогов за последний год) и не менее 2 миллионов долларов за каждый из двух предшествующих лет;
(5) реальный нетто-капитал должен оцениваться по меньшей мере в 16 миллионов долларов.

Показатели большинства зарегистрированных компаний значительно превосходят эти требования. Например, компания American Telephone & Telegraph имела к началу 1981 года 3 миллиона 26 тысяч акционеров. На втором месте была General Motors, имевшая 1 миллион 191 тысячу вкладчиков. American Telephone & Telegraph также лидировала по количеству зарегистрированных акций (740.6 миллионов) и по совокупной рыночной цене зарегистрированных акций, приближающейся к 43 миллиардам долларов.

Безусловно, процветают не все компании. Именно поэтому на бирже существует ряд стандартов, которым должна отвечать компания, чтобы ее акции по-прежнему считались пригодными для биржевых операций. *Допуск* на фондовую биржу может быть закрыт, если у нее остается только 1200 акционеров, каждый из которых имеет не менее 100 акций, если общее число всех акций, не принадлежащих компании, составляет 600 тысяч, а их ры-

ночная цена 5 миллионов долларов, или если совокупная рыночная цена всех ее выпущенных акций не превышает 8 миллионов долларов, а нетто-доходы за последние три года составляли в среднем 600 тысяч долларов. Около 54 обычных акций исключались из списка биржи ежегодно в течение последних пятнадцати лет по самым разным причинам, но главной причиной исключения являлось слияние компании с другой зарегистрированной компанией.

Основанием для исключения служат не только эти "арифметические стандарты". В последние годы компании исключались из-за отказа управляющих предоставить право голоса владельцам обычных акций или из-за невовремя предоставленных достоверных финансовых отчетов. Биржа может в любое время прекратить или приостановить продажу ценных бумаг, если сочтет дальнейшие операции с ними нецелесообразными, хотя они и отвечают всем регистрационным стандартам.

Зарегистрированные компании должны издавать *квартальные отчеты* о своем финансовом положении, проанализированном независимыми экспертами. Раньше требовались только годовые отчеты, и некоторые компании были зарегистрированы именно на этих условиях. Сейчас практически все зарегистрированные компании отчитываются ежеквартально.

Компания должна дать согласие не выпускать никаких дополнительных акций без разрешения биржи. Должна иметь *регистратора акций* в Нью-Йорк Сити на Нью-Йоркской фондовой бирже для наблюдения за тем, чтобы акций оказалось не больше разрешенного количества. Должна иметь и *агента по трансферту акций*, который ведет точную регистрацию всех владельцев акций. Он должен фиксировать имена, адреса покупателей, а также количество купленных акций.

Компании, акции и облигации которых продаются на бирже, ничего не могут сказать о работе биржи. Каждый брокер ведет свои операции. Председателем биржи может быть человек, не имеющий никакого отношения к операциям с ценными бумагами. В Совет директоров, состоящий из 21 человека, включая председателя, входят и десять "наблюдателей", также не имеющие отношения к

бизнесу ценных бумаг. Председатель избирается ежегодно советом директоров. Сама биржа официально зарегистрирована в качестве юридического лица в 1971 году. С самого начала своего существования и по сей день она остается добровольным объединением 1366 человек. Это позволяет освободить ее высших чиновников от индивидуальной ответственности в случае судебных процессов против биржи.

Образ биржи как "частного клуба" всегда беспокоил S.E.C. В последние годы, когда биржевые деятели стали отчетливо осознавать степень своей социальной ответственности, деятельность биржи все же стала чуть больше похожа на *общественный бизнес*, чем на деятельность частного клуба.

Бизнес, связанный с торговлей акциями, восходит в Нью-Йорке к началу 18 века, когда торговцы обычно собирались на месте теперешней Уолл Стрит для того, чтобы продавать и покупать не только акции, но и кукурузу, табак и другие товары, включая и рабов.

В 1792 году два десятка торговцев, встречавшихся ежедневно под "*хлебным деревом*" на Уолл Стрит для торговли различными акциями, заключили соглашение о том, что они будут вести дела только между собой и брать со своих покупателей фиксированный комиссионный сбор. Вот так была основана Нью-Йоркская фондовая биржа.

Как можно войти в эту ассоциацию сегодня? Если ваша кандидатура одобрена Советом директоров биржи, вы покупаете "*место*". Этот термин - образец одной из классических неточностей в нашем языке, поскольку никто кроме, может быть, почтальона, не проводит на ногах больше времени, чем брокер. "Неточность" пришла к нам из тех далеких и спокойных дней 1793 года, когда новая ассоциация снимала помещения в Tontine Coffee House и ее участники могли заниматься своим бизнесом, сидя за столиками.

Сколько же стоит "место"? Это зависит от того, насколько хорошо в данный момент идут дела на бирже. В 1929 году каждое место стоило 625 тысяч долларов. Позднее число мест увеличили на 25%, так что цена каждого

упала. Но вряд ли они когда-нибудь упадут ниже уровня, зафиксированного в 1942 году, когда одно место было продано за 17 тысяч долларов. Эта сумма меньше выплачиваемой из *биржевого фонда социальных пособий* семье умершего биржевика. В 1968 году место на бирже продавалось за 515 тысяч долларов. Учитывая 25%-ное увеличение их количества, эта цена даже выше, чем цена 1929 года. Резкие спады деловой активности в 1969 году и в 1973-1974 годах привели к тому, что в 1975 году место на фондовой бирже продавалось всего лишь за 55 тысяч долларов. К 1982 году цена места на бирже возросла до 250 тысяч долларов. Несколько мест на фондовой бирже принадлежат людям, не являющихся брокерами в полном смысле этого слова. Это зарегистрированные *биржевые маклеры*, осуществляющие операции за собственный счет, т.е. люди, которые покупают акции у самих себя и, соответственно, продают их только самим себе. Являясь членами биржи, они не платят комиссионных сборов и стараются заработать на продаже и покупке ценных бумаг. Обычно их деятельность связана с акциями, являющимися объектами ежедневных сделок, по которым публикуются ежедневные котировки.

После длительного и тщательного изучения рынка, результатом которого явилась разработка закона 1964 года, Комиссия по ценным бумагам и биржам пришла к выводу, что такие биржевые маклеры не выполняют экономически целесообразной функции и поэтому их деятельность должна быть упразднена. Биржа резко возражала против принятия такого решения. Тем не менее, был принят пакет новых правил по регулированию деятельности биржевых маклеров. В них, в частности, указывалось, что 75% сделок маклера должны иметь "*стабилизирующее*" *влияние.* Чтобы считаться "стабилизирующей", покупка должна "проводиться" только в случае, если цена предыдущей сделки ниже, а продажа - если цена предыдущей сделки была выше. Изменение правил было нацелено на то, чтобы такие биржевые маклеры, составляющие сейчас менее 1% от общего числа брокеров, не имели преимуществ по сравнению с остальными.

В 1982 году на бирже насчитывалось 603 *брокерских фирмы*, из которых одна половина была объединена в *товарищества*, а другая - в корпорации (акционерные общества). В 1981 году эти брокерские фирмы имели 4174 отделения в США и 247 - за рубежом. В городах, где не существует отделений брокерских фирм, они представлены тысячами *корреспондентов*. Обычно такими корреспондентами являются местные дилеры по операциям с ценными бумагами или банки, связанные телефонными линиями с какими-либо фирмами, зарегистрированными на бирже.

Тысячи миль проводов частных телефонных и телетайпных линий могут мгновенно связать все отделения брокерских фирм, в том числе так называемые *телефонные отделения*, с биржей. Человек, имеющий офис напротив биржи, не располагает никакими преимуществами при контакте со своим брокером по сравнению с тем, кто живет на расстоянии в 3000 миль.

Глава 9

Сколько стоит покупка акций

С момента основания биржи в 1792 году до 1 мая 1975 года любой брокер мог бы с абсолютной точностью сказать, какой комиссионный сбор вам придется заплатить за продажу или покупку 100 или 1000 любых зарегистрированных на бирже акций. И именно потому,что два десятка отцов-основателей Нью-Йоркской фондовой биржи договорились с самого начала, что будут взыскивать одинаковый комиссионный сбор с любой сделки, связанной с куплей-продажей ценных бумаг. Договорились о том, что будут вести дела только между собой, не допуская к ним непосвященных, не осведомленных в тонкостях биржевых операций лиц. В течение более 192 лет все их преемники по Нью-Йоркской фондовой бирже отстаивали это маленькое монопольное право.

Но настало 1 мая 1975 года, когда Комиссия по ценным бумагам и биржам положила конец фиксированным комиссионным вознаграждениям на фондовой бирже. Одним ударом был уничтожен краеугольный камень деятельности биржи.

Во сколько же вам обойдется покупка акций сегодня, в эпоху конкурирующих комиссионных сборов? На этот вопрос можно получить несколько разных ответов.

Во-первых, гораздо меньше чем думаете, особенно если вы мыслите категориями 6% или 10%-ных комиссионных сборов, которые взимаются с имущественных сделок, или категориями еще более высоких сборов, собираемых агентами по страхованию жизни или автомобилей. В действительности ни один товар и ни одна услуга, имеющие цену, сопоставимую с ценой партии акций, не имеют настолько низкого комиссионного вознаграждения, как сбор за покупку или продажу акций. И так было всегда, независимо от того, оставались комиссионные фиксированными или нет.

Во-вторых, сумма, которую вы уплатите в качестве комиссионного сбора, будет зависеть от общей суммы, на которую заключается сделка. Если ваша сделка относится к разряду скромных, например, ее сумма не превышает 2000 или 3000 долларов, то комиссионный сбор составит около 3% от суммы сделки. Если вы захотите вложить 10 или 20 тысяч долларов, сбор составит около 2%. А если вы являетесь крупным вкладчиком и совершаете сделки на суммы, превышающие 100 тысяч долларов, то сумма комиссионного сбора при оформлении вашей сделки составит долю процента.

Несмотря на запрещение фиксированного комиссионного сбора, не удивляйтесь, если три или четыре брокерские фирмы назначат вам одну и ту же плату за заключение скромной сделки на сумму не более чем несколько тысяч долларов. В этом случае речь не идет о крупных сделках - на сумму свыше 10 или 15 тысяч долларов. При крупных сделках брокерские фирмы берут на себя расходы по поискам наиболее выгодных условий оплаты комиссионного сбора, если вы, конечно, готовы оплатить акции вперед, а также если согласны предоставить брокеру дополнительный день для исполнения вашего распоряжения.

Кроме комиссионного вознаграждения, брокер может потребовать плату за обслуживание. Плата за обслуживание - один из видов оплаты разнообразных брокерских услуг. Некоторые брокеры могут потребовать оплату услуг за хранение ваших акций, давая вам возможность сэкономить на аренде сейфа для хранения ценностей в банке. Более того, они могут потребовать дополнительной оплаты за то, что следят за получением дивидендов по вашим акциям и переводят их на ваш счет.

Конечно, если вы являетесь хорошим покупателем, если вы часто осуществляете сделки по продаже и покупке акций, ваш брокер может не потребовать оплаты этих услуг, демонстрируя, тем самым, свое расположение. Но запомните, что ни одна фирма не захочет хранить ваши 100 акций год за годом, переводить на ваш счет дивиденды, посылать регулярные отчеты, не получая за это никакого вознаграждения. Эти услуги стоят брокеру денег,

и он будет рад увидеть на вашем счете маленькое распоряжение о выплате комиссионных, компенсирующих брокерской фирме ее расходы.

Плата может быть также потребована за предоставление статистических отчетов о деятельности различных компаний. Эти отчеты брокер имеет право покупать у одной из крупных фирм, занимающихся исследованиями в области бизнеса ценных бумаг, или получить от исследовательского отдела его фирмы.

Безусловно, брокеру следует платить, если вы, располагая акциями нескольких компаний, хотите получить совет исследовательского отдела о том, что вам следует сохранить, что продать и что купить вместо проданного, выслушав веские аргументы в пользу тех или иных сделок.

Итак, придя к брокеру для совершения какой-либо сделки и поинтересовавшись размером комиссионного вознаграждения, которое он хотел бы получить, не забудьте поинтересоваться ценой его услуг.

Существуют брокеры, которые не требуют оплаты за свои услуги, считая своей обязанностью удовлетворить запросы покупателя только за комиссионные от заключенных сделок.

Комиссия по ценным бумагам и биржам, однако, неодобрительно относится к одноразовой оплате за услуги, отстаивая так называемую *систему расценок* - назначение определенных цен за все услуги, оказанные брокером, сверх вознаграждения непосредственно за выполнение распоряжений клиента. Комиссия по ценным бумагам и биржам считает, что, если брокер оказывает различные услуги клиентам, то клиент обязан эти услуги оплачивать, а цены должны быть строго фиксированными. Их следует увязывать с выплатой комиссионных. Брокеры, предпочитающие не получать дополнительную плату за услуги, отвечают, что S.E.C. не имеет права вмешиваться в их бизнес. И настаивают на своем праве включать оплату за услуги в комиссионный сбор или нет, считая, что умение покрыть эти расходы и сохранить плату за заключение сделок на конкурентноспособном уровне, способствует привлечению новых клиентов.

Вы должны твердо запомнить следующее. Если вы хотите купить 10 или 20 акций, то одни брокеры этим могут заинтересоваться, а другие - нет. Соответственно строятся и тарифы на услуги. Некоторые брокеры захотят выполнить вашу маленькую заявку, даже если заработают не так уж много, рассчитывая на то, что когда-нибудь вы станете более состоятельным клиентом, может быть, даже крупным дельцом. Но другие брокеры, и их большинство, не желают рисковать. Их интересуют клиенты, приобретающие крупные партии акций. И можете быть уверены, что тарифы за их услуги составлены так, чтобы вам и в голову не пришло обращаться к ним с заказом на покупку 10 акций.

Еще несколько слов о брокерской службе. Безусловно, вы лучше всех знаете, сколько готовы заплатить за брокерские услуги, и стоит поискать именно такого брокера, с которым вам хотелось бы иметь дело. Если вы твердо знаете, что хотите продать или купить, вам следует найти брокера, "не оказывающего услуг". Они стали широкоизвестны с 1975 года, когда государство уменьшило степень своего вмешательства в экономику. Такие брокеры купят вам акции и продадут их, беря от 60% до 70% стоимости полного набора брокерских услуг. Но ничего другого они делать не будут: не станут снабжать отчетами об исследованиях перспективности различного рода вложения денег; не посоветуют, какие именно акции следует покупать и продавать; не будут проводить с вами время в долгих дружеских беседах о целях, которые вы преследуете, вкладывая деньги в ценные бумаги - они лишь выполнят ваши распоряжения относительно покупки или продажи акций, а затем доставят приобретенные акции или перешлют выручку от проданных акций. Они - незамысловатые исполнители ваших распоряжений. И низкая цена, которую они назначают, является отражением скромного перечня оказываемых ими услуг.

Но если вы нуждаетесь в значительной помощи или в психологической поддержке, брокеры старой закалки, оказывающие любые виды услуг, охотно предоставят в ваше распоряжение все, что вам потребуется, но, конечно, за определенную плату.

Итак, подыскивая подходящего для вас брокера и изучая тарифы комиссионных сборов, обращайте внимание на виды услуг, предлагаемых брокерами. Учитывайте также во сколько обойдется каждая конкретная услуга. Но кое о чем не стоит беспокоиться, перелистывая прейскурант. Речь идет о снижении цены за услуги при заключении сделок одинакового характера и на ту же сумму. Когда брокер устанавливает размеры комиссионных выплат, он ожидает, что все клиенты будут рассчитывать именно на такую оплату. А если вы считаете, что для вас должно быть сделано исключение, вам придется отстаивать свою точку зрения где-нибудь в более высоких инстанциях. И будет нелегко доказать свою правоту в этом споре.

Пока вы ищете своего брокера, задумайтесь над тем, что почти 200 лет клиенты платили практически одинаковое комиссионное вознаграждение, независимо от того, с какой из брокерских фирм им приходилось иметь дело. А сейчас брокеры буквально состязаются друг с другом. Какую пользу это приносит бирже?

Все очень просто. Даже монолитная и монопольная Нью-Йоркская фондовая биржа не могла противостоять давлению свободного рынка - непостижимым колебаниям спроса и предложения. Именно это и привело, в конце концов, к разрушению системы фиксированных комиссионных сборов на бирже. Комиссии по ценным бумагам и биржам оставалось только нанести решающий удар.

Начало было положено в пятидесятых годах, когда учреждения, обладающие крупными капиталами: банки, страховые компании, благотворительные организации, доверительные фонды - начали осознавать, что обычные акции являются - при быстром росте инфляции - достаточно надежным видом вложений. Появление таких крупных покупателей способно наделать много шума: они покупают и продают акции большими партиями - по 10, 25 или даже 50 тысяч акций одновременно. Но в пятидесятых-шестидесятых годах самой низкой ставкой комиссионных сборов, взимаемых на Нью-Йоркской фондовой бирже, считалось комиссионное вознаграждение за покупку или продажу 100 акций. Если кто-либо хотел купить 5 тысяч акций, ему приходилось платить сумму в пятьдесят раз превышающую сумму комиссионных за 100 акций; соответственно, человеку, желавшему купить 10 тысяч акций, нужно было платить в сто раз больше, чем за 100 акций.

Такое "правило" было невыгодно организациям-инвесторам. Они хотели платить комиссионные сборы за свои крупномасштабные операции

со скидкой, т.е. находиться в более выгодных условиях, чем те, которые были им продиктованы. Конечно, на Нью-Йоркской фондовой бирже изобретались различные способы, с помощью которых крупные покупатели и продавцы могли обойти эти драконовские биржевые правила. Но эти ухищрения оказались малоэффективными. Организациям-инвесторам приходилось платить гораздо больше, чем они считали нужным.

Тогда они стали искать пути покупки и продажи крупных партий акций на более выгодных для себя условиях. И такой путь был найден за пределами Нью-Йоркской фондовой биржи. Появились крупные дилеры по операциям с ценными бумагами, фирмы типа Weeden and Co., не связанные с биржей и, следовательно, с ее законами о комиссионных сборах и не возражающие против льготных ставок по сделкам, связанным с крупными партиями акций. У них была возможность заключать сделку на определенный срок или покупать сразу несколько тысяч акций и затем брать на себя риск по их продаже в течение длительного срока в расчете извлечь прибыль при успешном исходе этой операции.

Иногда такие фирмы (фирмы вне биржи!) даже не брали комиссионных. Они покупали акции по чистой цене (нетто-цене) - после вычета всех скидок, по цене, которая была несколько ниже цены, преобладающей на бирже, но достаточной, чтобы гарантировать продавцу более высокий чистый доход, чем тот, что он мог получить после продажи акций на бирже и уплаты комиссионных сборов.

Так появился Третий рынок. Третьим его назвали из-за того, что две крупные биржи: Нью-Йоркская и Американская - давным-давно узурпировали право называться первым и вторым рынком ценных бумаг в Соединенных Штатах.

Фирмы-члены биржи, встревоженные сенсационным ростом Третьего рынка и потерей своих позиций среди организаций-инвесторов, обратились в 1966 году в Комиссию по ценным бумагам и биржам с просьбой пересмотреть устаревшие и сковывающие бизнес правила, которые биржа навязала себе еще при рождении.

Во-первых, они попросили внести поправку в Правило 394, согласно которому члены биржи обязаны были выполнять все распоряжения относительно зарегистрированных на бирже акций в соответствии с установленными на бирже порядками. Кроме того, согласно этому правилу члены биржи не имели права вести дела с не вступившими в биржу фирмами и создавать с ними совместные комиссии. В основе этого правила лежит договор, принятый отцами-основателями биржи в 1792 году под знаменитым хлебным деревом: они обязались заключать сделки по покупке или продаже ценных бумаг только между собой. И S.E.C. внес поправку в Правило 394, позволяющую члену биржи продавать или покупать акции не по правилам биржи, то есть вести дела с Третьим рынком, если такая сделка окажется более выгодной для клиента.

Принятая поправка сыграла свою положительную роль. Но оковы системы фиксированных комиссионных сборов все еще сдерживали развитие бизнеса. В 1969 году уменьшили размер комиссионных сборов за куплю-продажу 1000 и более акций. Но для крупных организаций-инвесторов этого было недостаточно. Вскоре члены биржи внесли предложение о полной отмене фиксированных комиссионных сборов на все крупномасштабные сделки. S.E.C. согласилась (в виде эксперимента) с тем, чтобы размер комиссионных за распоряжения о купле-продаже ак-

ций, стоимость которых превышает 100 тысяч долларов, определялся путем переговоров между фирмой-членом биржи и покупателем или продавцом.

Это предложение ужаснуло многих наиболее консервативных членов биржи, привыкших вести дела с проверенной клиентурой, в состав которой обычно не входили организации-инвесторы, торгующие крупными партиями. А затем произошел настоящий взрыв. Роберт У. Хаак, выбранный впоследствии президентом Нью-Йоркской фондовой биржи, выдвинул революционную идею - отменить все фиксированные комиссионные сборы на любые распоряжения о купле-продаже на бирже. И тогда закон спроса и предложения, закон свободного соревнования, вытеснит монопольную схему фиксированных комиссионных.

Эта идея воспринималась как настоящая ересь! Но когда Merrill Lynch, Pierce, Fenner and Smith, Inc. - самая крупная брокерская фирма в мире, а также Salomon Brothers - фирма, игравшая главную роль в заключении сделок с организациями-инвесторами, одобрили это предложение, страхи многих более мелких фирм начали рассеиваться.

S.E.C., оказавшаяся между двух огней: с одной стороны, интересы крупных фирм, желавших отхватить лакомый кусочек - сделки с организациями-инвесторами, и, с другой, опасения мелких фирм, боявшихся пойти ко дну без защиты системы фиксированных комиссионных, - в конце концов приняла сторону первых. В апреле 1971 года комиссия постановила отменить фиксированные ставки комиссионных сборов при выполнении распоряжений о покупке или продаже акций на сумму, превышающую 500 тысяч долларов. С тех пор размер комиссионных на сделки подобного объема определялся путем переговоров или торга между брокером и клиентом. Вскоре после этого фирмы-члены биржи стали получать все больше и больше заказов от клиентов, ведущих крупные дела. Объем сделок с участием организаций-инвесторов, составлявший всего 20% от объема деловых операций биржи в начале шестидесятых годов, вскоре удвоился. В течение десяти дней эти сделки составили 60% объема биржевых операций, доходя в иные дни до 75%. Но, тем не менее, Третий рынок продолжал процветать, и брокеры по крупным операциям с ценными бумагами не могли чувствовать себя спокойными. Ровно через год они пришли в S.E.C. с просьбой дать им возможность обсудить вопрос о комиссионных на сделки, стоимостью свыше 30000 долларов. И именно тогда, когда и S.E.C. поставила перед Конгрессом вопрос о проведении радикальных изменений в законах, регулирующих бизнес ценных бумаг и было принято решение пойти еще дальше и отменить все фиксированные комиссионные сборы на бирже начиная с 1 мая 1975 года. Эта позиция получила поддержку Министерства юстиции США.

Десятью годами раньше один из чикагских инвесторов затеял тяжбу с Нью-Йоркской фондовой биржей, считая, что система фиксированных комиссионных сборов является нарушением антитрестовских законов. Но Верховный суд США решил, что на фондовую биржу не распространяются антитрестовские законы, поскольку S.E.C. уполномочена регулировать размер комиссионных сборов. Несмотря на поражение антитрестовский отдел продолжал выступать против фондовой биржи, прямо заявляя о незаконности фиксированного размера комиссионных. По иронии судьбы Верховный суд США не прислушался к этому мнению и

в июне 1975 года (процесс Гордона против Нью-Йоркской фондовой биржи) вновь вынес вердикт о том, что на фондовую биржу не распространяется антитрестовское законодательство, так как S.E.C. регулирует размер комиссионных. Но в данном случае этот вопрос оказывался сугубо академическим: вступил в действие закон от 1 мая и вся шкала фиксированных тарифов комиссионных сборов ушла в прошлое по распоряжению S.E.C. и с благословения Конгресса.

Одновременно с отменой закона о фиксированных комиссионных - краеугольного камня, лежащего в основании биржи, встал вопрос о самом ее существовании. Точнее вопрос о том, сколько она продержится. Ведь до тех пор, пока существовало Правило 394 члены фондовой биржи вынуждены были выполнять все распоряжения клиентов на самой бирже, прежде чем заключать сделку на Третьем рынке. Право решать: жить или умереть Правилу 394 - оставалось в руках S.E.C..Каким же образом она использовала свою власть?

Принять сразу окончательное решение было невозможно. С одной стороны, комиссия, очевидно, придерживалась концепции Центрального рынка ценных бумаг: на нем члены фондовой биржи и другие лица, занятые в сфере бизнеса ценных бумаг,– конкурировали бы друг с другом, предлагая оптимальные цены. С другой стороны, было ясно, что S.E.C. не решится подписать окончательный смертный приговор правилу, жизненно важному для Нью-Йоркской фондовой биржа.

S.E.C. приняла первое альтернативное постановление в мае 1976 года, когда ею был представлен новый свод правил, следствием которого стало усиление конкуренции среди брокеров по торговле ценными бумагами. Принуждая их конкурировать между собой в отношении суммы комиссионного вознаграждения, S.E.C. надеялась снизить стоимость заключения любой сделки независимо от местоположения рынка, на котором заключалась сделка.

Все шло к тому, что вопрос о будущем биржи мог быть решен не S.E.C. и даже не Конгрессом США, а непостижимыми законами рынка - законами свободного предпринимательства и конкуренции.

Всего через несколько дней после принятия закона от 1 мая компания Weeden & Co., играющая важнейшую роль в развитии Третьего рынка, объявила о создании дочерней компании Dexter Securities Corporation, желавшей приобрести место на Нью-Йоркской фондовой бирже. Это позволило бы Weeden & Co. работать на два фронта, ведя дела и с членами биржи, и с Третьим рынком. Эта идея была не нова. Пятью месяцами ранее Dreyfus Corporation - организация-инвестор, продававшая и покупавшая миллионы акций N.Y.S.E., подала заявление о приеме в члены биржи. И хотя заявление не приняли: законы биржи запрещали такого рода учреждениям иметь места на бирже - об отказе узнали из "объявления", вывешенного для всеобщего ознакомления.

День ото дня, и год от года давление нарастало. Биржа не могла отмахнуться от крупных организаций, требовавших права продажи и покупки акций без выплаты дани посредникам - комиссионных сборов. В течение нескольких дней после принятия закона от 1 мая 1975 года некоторые фирмы, являвшиеся членами биржи и многие не вступившие в биржу фирмы, уменьшили за выполнение заказов большого объема размер комиссионных до минимума, не приносящего прибыли. Они стре-

мились умиротворить учреждения-инвесторы, стараясь отдалить тот день, когда они начнут требовать для себя места на бирже.

Каким стало бы положение брокерского бизнеса в этом новом мире свободной конкуренции? Наверное, оно не очень отличалось бы от положения их клиентов. Большие и процветающие фирмы должны были бы еще больше расти и богатеть, успешно ведя свои дела на N.Y.S.E. или на новом национальном рынке. Перспективы же мелких фирм оказались бы отнюдь не такими радужными. Без защиты прежнего закона о фиксированных размерах комиссионных эти фирмы были обречены на поглощение своими более крупными соперниками. К 1982 году закрылись десятки фирм, а другие были "проглочены" более крупными и конкурентоспособными.

На Уолл-Стрит полагали, что спустя десятилетие в брокерском деле останется весьма ограниченный круг фирм.

Между тем, очень немногие крупные брокерские фирмы, имеющие разветвленную сеть оффисов по всему миру, довольствовались тем, что их сотрудники сидели и подсчитывали доллары - комиссионные, текущие непрерывным потоком. У них тоже имелись причины для беспокойства. Их будущее не было гарантировано. Они могли пользоваться плодами своей монополии только до тех пор, пока крупные организации-инвесторы, избавившись от средних фирм, не взялись и за крупные брокерские фирмы. Защищаясь, фирмы стали расширять свой бизнес, стремясь как можно быстрее проникнуть в новые сферы.

Еще до принятия закона от 1 мая компания Merril Lynch & Co. отважилась заняться страхованием, торговлей недвижимостью, торговыми банковскими операциями за рубежом и консалтингом по вопросам вложения капитала. Другие крупные фирмы пошли по стопам Merril Lynch.

Становилось очевидным, что главной задачей дельцов с Уолл-Стрита становится поиск и освоение новых сфер деятельности. Они знали, что бури, десятилетие бушевавшие на Уолл-Стрите, еще не утихли окончательно.

Но несмотря на революции на Уолл-Стрите, несмотря на возрастающее господство крупных организаций-инвесторов на рынке акций, средний индивидуальный вкладчик еще мог рассчитывать на нормальное ведение дел с дружественно настроенным брокером в практически любом мало-мальски значительном городе Соединенных Штатов. Оставалась даже надежда, что отношения с брокером будут становиться все более и более дружескими по мере того, как новая волна конкуренции между фирмами, вступившими в Нью-Йоркскую фондовую биржу, пойдет на спад.

Глава 10

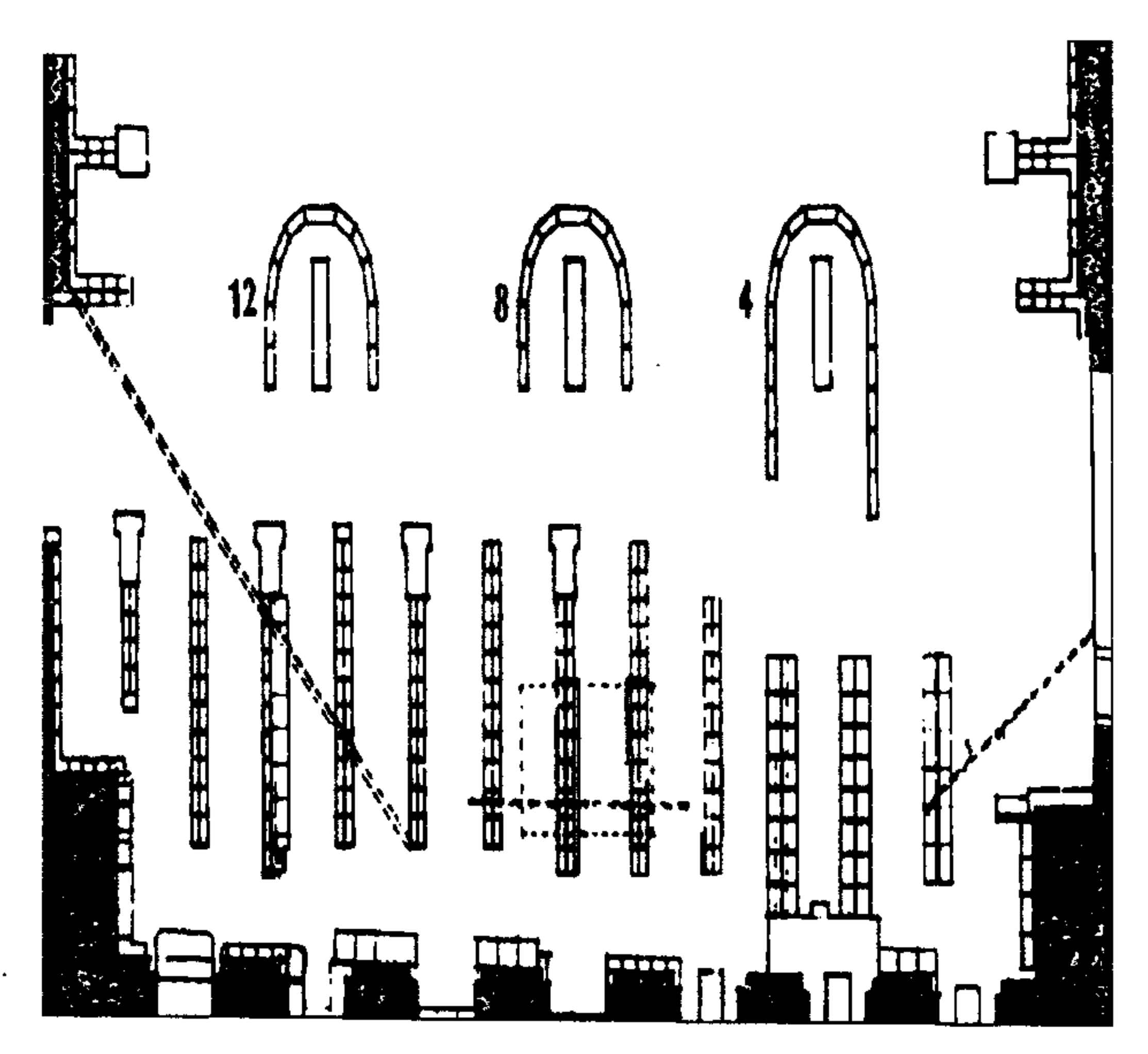
Как работает фондовая биржа

ЧТО происходит на Нью-Йоркской фондовой бирже, когда брокер получает приказ продать или купить акции? Каким образом совершается сделка с другим брокером? Ведь и покупатель, и продавец должны быть уверены в том, что цена, на которой они сошлись, является в этот момент оптимальной?

Представим себе Нью-Йоркскую фондовую биржу. Находится она на углу Уолл Стрит и Броад Стрит в деловой части Нью-Йорка. Помещение с высоким потолком похоже на арсенал, а операционный зал почти равен футбольному полю.

По всему периметру операционного зала расположены телефонные бюро, называемые так по традиции, хотя сегодня их было бы правильнее называть телетайпными бюро. Эти бюро не имеют ничего общего с какими бы то ни было телефонными бюро, которые вам доводилось видеть. Большинство из них открыто с двух сторон. Здесь же находятся рабочие места для десятка или более клерков, представляющих различных брокеров. Каждое такое рабочее место снабжено узкой полочкой, за которой клерк может работать над своими бумагами. Хотя все больше женщин занимают ответственные позиции на Уолл Стрите, мы - ради простоты - будем пользоваться местоимением мужского рода, имея в виду таких служащих.

Над полочкой расположены несколько телефонов, соединяющих клерка с главной конторой его фирмы. Эти телефоны когда-то были нервными окончаниями фондовой биржи. Именно через них в операционный зал биржи передавались распоряжения о покупке или продаже акций. Телефоны используются и по сей день, но большинство крупных брокерских фирм установили телетайпы рядом или внутри телефонных кабинок. Теперь брокеры могут получать приказы непосредственно из филиалов своих



На торговых постах главного операционного зала Нью-Йоркской фондовой биржи предлагают акции таких всемирно известных компаний, как General Motors и R.S.A. (пост 8), Greyhound и Boeing (пост 12) и Ford (пост 4). Если вы отдаете распоряжение о покупке акций General Motors, биржевый брокер, работающий в операционном зале и представляющий фирму, клиентом которой вы являетесь, получит ваше распоряжение от "телефонного клерка" из своего бюро и направится к определенному месту у поста 10. Он знает, что именно здесь находится маклер-специалист, занимающийся торговлей акциями General Motors, а также другие брокеры, получившие распоряжения о покупке или продаже этих акций. Здесь и будет совершена ваша сделка. По дороге от своего телефонного бюро на торговый пост брокер получит представление о движении цен на рынке в целом, бросив взгляд на ленту тикера, воспроизводящуюся на флуоресцентных экранах в каждом углу операционного зала (эти экраны обозначены на рисунке пунктирной линией). Сведения о ценах поступают на экраны из проекционных кабин, поднятых выше уровня пола по периметру операционного зала (на рисунке - пунктирный прямоугольник, находящийся внизу в центре).

фирм. Этим была устранена необходимость передавать клерку распоряжения по телефону из главного оффиса фирмы в операционный зал. Благодаря тому, что телетайп еще и распечатывает распоряжения, резко уменьшилась возможность ошибок.

В операционном зале через одинаковые промежутки расположены 22 места торговли (торговых поста) определенными видами акций. Двенадцать из них расположены в главном операционном зале, шесть - в "гараже", или в пристройке, и еще дополнительные четыре в новом операционном зале, названном "голубой комнатой". Он был открыт в июле 1969 года. Каждый торговый пост представляет собой подковообразную стойку, занимающую примерно 100 квадратных футов. За этой стойкой, внутри поста, раньше находилась комната для десятка клерков и для нескольких оплачиваемых служащих биржи. В 1979 году, заглядывая в будущее, биржа приступила к модернизации основного оборудования с тем, чтобы увеличить объемы продаж до 150 миллионов акций в день. В центре внимания этой программы оказалось устройство новых торговых постов, оборудованных новейшей электронной техникой. К 1981 году подковообразные посты были демонтированы и раздарены биржей музеям страны.

Все акты купли-продажи заключаются на внешней стороне торгового поста. Каждый пост торгует примерно 90 наименованиями различных акций в различных секциях, расположенных по периметру поста. На долю каждой секции приходится примерно 10 наименований акций.

По табло над каждой секцией можно узнать, какими именно акциями в ней торгуют. Под ними расположены указатели, отражающие цены, присвоенные акциям при заключении последней сделки, а также сравнение последней цены с ценой предыдущей сделки. Знак плюс, или "движение цены вверх", означает повышение цены, а знак "минус", или "движение цены вниз" - удешевление акций.

Когда клиент решает продавать или покупать акции, он отдает распоряжение своему местному брокеру. Затем брокер звонит в центральный оффис своей фирмы в Нью-

Йорке. Оттуда распоряжение передается клерку этой фирмы, дежурящему в телефонном бюро в операционном зале биржи (разумеется, кроме тех случаев, когда распоряжение приходит на биржу по телетайпу). Некоторые фирмы имеют в телефонных бюро места для 1-2 клерков, но одна крупная фирма располагает, например, 40 местами на девяти постах. Когда клерк получает приказ по телефону, он стенографирует его и передает для исполнения своему брокеру, находящемуся в зале. Такой механизм используется потому, что находиться в операционном зале могут только члены биржи. Если брокера в это время нет в бюро, клерк может вызвать его с помощью карманного радиопередатчика или нажав кнопку, находящуюся на посту фирмы. Каждому брокеру присваивается номер, и когда клерк нажимает на кнопку, номер высвечивается на больших табло для объявлений, расположенных в каждом зале биржи.

Если клерк знает, что брокер занят выполнением других распоряжений, он прибегает к услугам так называемого "*двухдолларового брокера*", независимого члена фондовой биржи, не связанного с фирмами, вступившими в биржу. Такие брокеры имеют свои места на ней и зарабатывают на жизнь тем, что выполняют распоряжения других брокеров или брокерских фирм, если те слишком перегружены деловыми поручениями и не могут справиться с ними без посторонней помощи. "Двухдолларовые брокеры" получили свое название в те дни, когда комиссионное вознаграждение за каждое выполненное распоряжение составляло именно такую сумму. В наши дни размер их комиссионного вознаграждения (брокерская комиссия) за совершение сделки оговаривается в каждом конкретном случае.

Давайте представим себе, что по прошествии ряда лет акции Rod & Reel, Inc. были зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже. Давайте также предположим, что распоряжение, передаваемое клерком своему брокеру является *распоряжением с немедленной реализацией* о покупке 100 акций компании Rod & Reel. Получив распоряжение с немедленной реализацией, брокер должен совершить сделку по оптимальной цене и как

можно быстрее. Получив такое распоряжение, брокер идет - в зале биржи запрещается бегать - на тот пост, где продаются акции Rod & Reel, зная, что здесь найдет всех остальных брокеров, получивших распоряжения купить или продать акции этой компании.

Приближаясь к посту, брокер бросает взгляд на индикатор цен и замечает, что последняя продажа акций Rod & Reel была осуществлена по цене 18¾. Иными словами, по 18.75 доллара за акцию. Но не исключено, что какой-нибудь брокер захочет продать эти акции за меньшую цену. Итак, он подходит к группе брокеров из двух-трех человек, находящихся на торговой посту, и спрашивает: "Как идет Reel?" Он не сообщает о намерениях купить или продать акции, а лишь задает вопрос. Другой брокер может ответить: "18 и ⅜ к 18 и ¾", или: " ⅜, ¾". Это означает, что 18⅜ - наилучшая цена, по которой любой брокер может купить акции, а 18¾ - наилучшая цена, по которой акции будут продаваться.

Наш брокер постарается, конечно, купить акции подешевле. Несколько секунд он ждет других предложений. И наконец решает поднять руку и предложить цену. Он говорит: "Одна вторая за 100", имея в виду, что заплатит 18.50 доллара за акцию и купит 100 акций.

Не получив ответа, он может поднять предлагаемую цену на ⅛ пункта: минимальное изменение цены для большинства акций. Он предлагает: "⅝ за сотню." Первый брокер, предлагавший акции по цене 18¾, может решить, что он ее не получит. Другой же брокер, подошедший позднее, готов принять предложенную цену - 18⅝. И если кто-нибудь из них согласится с ценой, предложенной покупателем, он говорит: "Продано", и сделка считается заключенной лишь на основании этого слова. Но если брокера с самого начала устраивает предложенная в ходе такого торга цена продавца, он говорит: "Беру". При заключении сделки брокерам не нужно обмениваться письменными обязательствами. Каждый брокер записывает данные другого брокера, которому он продал или у которого купил акции, и цену, на которой они сошлись.

Правилами Нью-Йоркской фондовой биржи предус-

мотрено, что все предложения цены по покупке или продаже акций делаются вслух. Запрещены какие бы то ни было секретные сделки в операционном зале. Более того, брокер не может заключить сделку между своими клиентами без представления в торговый зал их распоряжений о покупке или продаже. Например, брокер может иметь срочное распоряжение о покупке 100 акций Rod & Reel и другое срочное распоряжение о продаже 100 акций той же компании. Он не вправе "замкнуть друг на друга" эти распоряжения и распределить акции между двумя своими клиентами. Он обязан послать оба распоряжения в операционный зал, где осуществляется вся надлежащая процедура предложения цены продажи и цены покупки. Только в очень редких случаях, в основном, когда речь идет идет о тысячах акций, допустима процедура "внерыночного замыкания" клиентов. Но, во-первых, даже в этих случаях и покупатель, и продавец должны быть поставлены в известность о том, что их интересы пересеклись, а, во-вторых, необходимо получение особого разрешения на фондовой бирже.

Все брокеры обязаны удовлетворять заявки клиентов только в официально установленные часы работы биржи: с 10 до 16 часов по Нью-Йоркскому времени с понедельника по пятницу, кроме праздничных дней.

С середины 1968 года до середины 1970 года брокеров буквально захлестнуло неслыханное количество распоряжений. Выполнить их было трудно из-за отсутствия технических средств, и бирже пришлось работать по сокращенному расписанию, чтобы справиться с огромным объемом канцелярской работы. Но к 1976 году эффективность работы значительно возросла, и биржа, за исключением тех дней, когда заключалось беспрецедентное количество сделок, перестала работать по сокращенному графику.

Как только сделка (например, покупка 100 акций Rod & Reel по 18⅝) заключена, брокер, купивший акции, и брокер, продавший их, передают эту информацию клеркам, а те, в свою очередь, сообщают об этом в свои главные оффисы. Это делается для того, чтобы и покупатель,

Брокерские фирмы, имеющие в своем распоряжении телетайпные сервисные службы непосредственно на бирже, посылают информацию прямо из операционного зала в тот оффис, откуда пришло распоряжение.

После закрытия рынка две брокерские фирмы, вовлеченные в сделку с куплей-продажей акций Rod & Reel, должны передать друг другу акции и плату за них. На самом деле, эти две фирмы за один день заключают друг с другом множество сделок и, кроме того, каждая из них имеет дело с десятками других брокеров.

Таким образом, в какой-то определенный день одна фирма может продать своим клиентам 1100 акций Rod & Reel и купить 1000 акций той же компании для других клиентов. Передача той же 1000 акций от клиентов-продавцов клиентам-покупателям - это внутренняя бухгалтерская проблема для брокерской фирмы. Но она останется должна 100 акций другому брокеру.

В старые времена брокер, передавший в конце рабочего дня какое-то количество акций, обязан был предоставить сертификаты в Расчетную Палату при Нью-Йоркской фондовой бирже, откуда другие брокеры, которым предназначались эти акции, должны были их забрать. Позднее все фирмы, вступившие в биржу, стали хранить свои акции в Расчетной Палате. Передача акций от одного брокера другому осуществлялась дебетованием или кредитованием счета каждого брокера. На долларовые балансы распространялось то же правило.

В настоящее время Депозитная траст-компания (the Depository Trust Company) (одно из подразделений Нью-Йоркской фондовой биржи, ранее известное как Central Certificate Service - центральная сертификатная служба) устранила перетасовку сертификатов, взяв в свои руки более 75% клиринговых операций. Депозитная траст-компания занимается централизованными операциями с ценными бумагами, а участники сделок: брокеры, дилеры, банки, клиринговые корпорации, страховые и инвестиционные компании и другие - освобождаются от тяжкого каждодневного бремени получения и выдачи сотен бумажек.

В хранилищах основных банков и в собственном хра-

нилище Депозитной траст-компании имеется около 4 миллиардов акций, включая те, что продавались на бирже и те, которыми торговали где-нибудь в другом месте. Общая стоимость всех хранящихся ценных бумаг, выпущенных частными корпорациями, составляет более 530 биллиардов долларов. Число различных выпусков, представленных здесь, включая именные промышленные облигации, равно примерно 16 000.

Сертификаты, находящиеся на хранении, не могут быть никому переданы до тех пор, пока не появляется распоряжение о их переводе от имени клиента или фирмы. Участники биржевой торговли не имеют их на руках и не видят до тех пор, пока не затребуют их.

Ежедневно с помощью компьютеров осуществляются бухгалтерские проводки, отражающие изменения в позициях участников после осуществления сделок с ценными бумагами. Проводки, по-ьидимому, уменьшают количество ценных бумаг, находящихся на попечении брокера, освобождая персонал и места хранения. В конце делового дня должен быть представлен или получен только один чек от каждого активного участника.

В конечном счете, трудности, связанные с торговлей акциями, могут быть почти полностью устранены с помощью сертификата типа IBM - карточки, с которой компьютер сможет считать все необходимые данные. Есть и другой путь. Можно увеличить на полдюйма ширину нынешних 8" × 12" сертификатов и разместить на этой площади основную информацию, нанесенную в виде штрихов. Эту информацию можно будет считывать с помощью сканера. Но любое изменение - лишь временная мера, поскольку еще в 1975 году Конгресс Соединенных Штатов приказал S.E.C. предпринять шаги для ликвидации сертификатов как средства осуществления сделок с ценными бумагами. Возможно их заменит компьютерная бухгалтерская система. И тем самым уйдет со сцены одна из наиболее колоритных традиций Уолл Стрит, просуществовавшая так долго.

Но вернемся к нашему брокеру, купившему 100 акций Rod & Reel. После того, как сделка была заключена

жащих биржи, отметит, что на индикаторе цен, расположенном над постом, цена 18¾ изменилась на 18⅝. А поскольку эта цена ниже цены предыдущей покупки, после цифр, обозначающих цену, появится знак "минус".

Многие годы наблюдатели писали отчет о продаже: название акции, число проданных акций и цену, а затем передавали эти сведения посыльному, который, в свою очередь, передавал их по пневмопочте от каждого поста в комнату, где расположен *тикер* - биржевой аппарат, передающий котировки ценных бумаг . Сообщения о продаже отпечатывались и передавались на аппараты, установленные в оффисах брокерских контор по всей стране.

Современная техника пришла на помощь "осажденной" информацией бирже, значительно ускорив операции. Теперь после заключения сделки биржевому наблюдателю необходимо лишь провести карандашом по специальным кодовым матрицам: символ акций, их количество, цена - и вставить карточку в сканер. Он автоматически считывает основные данные с карточки и передает информацию на компьютер. Компьютер используется вместо тикера для выдачи напечатанных сообщений, представляя информацию о каждой осуществленной сделке или в распечатанном виде, или на экране дисплея. Таким образом, каждый в течение нескольких секунд может получить основную информацию о любой сделке.

Использование электронной техники заставило многих брокеров всерьез задуматься о том, что однажды наступит день, когда все торговые операции будут совершаться компьютерами, и электронная техника сделает ненужными и брокеров, и саму биржу. Они видят, какие революционные изменения принесло использование компьютеров в бухгалтерии, учете, транспорте и даже в исследовательских отделах их главных оффисов.

На печатающем устройстве название каждой акции предстает в виде несложной комбинации букв. Например, "С" означает Crysler Corporation, CP - Canadian Pacific, CRR - Carrier Corporation. Конечно, такие буквенные обозначения широко известны и общеприняты. Так F означает Ford, T - American Telephone & Telegraph, а X - один из наиболее известных символов,

обозначающий U.S.Steel.

Компания Rod & Reel могла бы иметь символ RAR. В этом случае сообщение о продаже 100 ее акций по цене 18⅝ появилось бы на принтере в таком виде:

RAR
18⅝

Если бы из рук в руки перешло не 100, а 200 акций, то эта сделка кодировалась бы так:

RAR
2S 18⅝

А если бы в сделку было вовлечено 1000 акций, то принтер выдал бы следующую информацию:

RAR
10S 18⅝

Тикер может печатать до 900 знаков в минуту.

Если тикер опаздывает на 1 минуту, то информация о цене сокращается до последнего знака перед дробью, за исключением тех случаев, когда перед дробью стоит ноль. Тогда информация о нашей покупке появится в виде:

RAR
8⅝

Подразумевается, что люди, хорошо разбирающиеся в делах фондовой биржи, сами смогут добавить недостающий первый знак. Если цены идут вверх и поднимаются до 20 и выше, тогда цена - включая и новую первую цифру - будет обозначена полностью в виде 20⅛ при первой покупке по цене свыше 20.

Когда тикер отстает на 2 минуты, исчезает информация об объеме продажи. Даже если было продано 1000 акций Rod & Reel по цене 18⅝, информация о сделке появится в таком виде:

RAR
8⅝

Тикер редко отстает на 3 минуты и больше. Это случается только в те дни, когда объемы продаж очень велики. Но тогда повторяющиеся цены опускаются. Другими словами, информация о заключении последующих сделок не выдается, если цена остается прежней. Как только за

Вы можете спросить, почему биржа не купит новый более быстродействующий тикер, если имеющийся не успевает выдавать информацию о заключаемых сделках. Дело в том, что любой аппарат, передающий больше 900 знаков в минуту, будет выдавать информацию в таком быстром темпе, что ее невозможно воспринимать. Но все-таки планируется приобрести более скоростной тикер, которым в основном будут пользоваться крупные финансисты, деятели и организации, работающие с прессой.

Большинство людей, у которых возникает желание купить или продать акции, предпочитают отдать распоряжение с немедленной реализацией. Эта сделка должна быть заключена как можно быстрее и по более высокой цене, чем та, которую в настоящий момент предлагает биржа (ведь каждый чаще всего хочет купить или продать акции не ниже какой-то определенной цены). Например, вы захотите купить 100 акций Rod & Reel по цене не более, чем 18½. Вы можете отдать распоряжение о выполнении заказа своему брокеру - оно называется *лимитированным распоряжением*. Вы также можете указать срок выполнения распоряжения: день, неделя, месяц или любой срок, пока вам не захочется отменить его. Все лимитированные распоряжения трактуются как распоряжения, данные на один день, если только не указано, что они долговременные. Если это не оговаривается, они аннулируются к концу рабочего дня, если только остались невыполненными.

Приобретаемые для вас по лимитированному распоряжению акции, например, компании Rod & Reel, будут куплены только по цене 18½ или меньше. Вполне возможно, что после выполнения распоряжения, у брокера появляется возможность купить акции за 18¼. Может получиться и так, что ваше распоряжение не будет выполнено, потому, что распоряжения других о покупке тех же акций за ту же цену могут прийти раньше вашего, и запас акций, продаваемых по этой цене, истощится до то-

Лимитированные распоряжения применяются и в случаях, когда акции продаются. Например, у вас есть акции Rod & Reel, и вы хотели бы продать их, но только, если удастся получить за каждую не менее 19 долларов. В таком случае вам необходимо отдать брокеру *лимитированное распоряжение на продажу.* Иногда приходится отдавать распоряжение, ограниченное сроком в один день, на покупку или продажу по обозначенной цене. Но, может быть, вам захочется, чтобы распоряжение было выполнено именно в этот день, даже если цены на акции не достигли желаемого уровня. В таком случае вы можете дополнить распоряжение примечанием о выполнении его до закрытия биржи и независимо от цены.

Существует и другой вид распоряжения, выполнение которого наоборот может быть отложено - распоряжение на покупку или продажу при достижении определенного уровня цены.

Предположим, что вы купили акции Rod & Reel по 12 или 13 долларов, но цены на них поднялись до такого уровня, когда вы можете получить хорошую прибыль, например, до 19 или 20. Вам, конечно, захочется защитить вашу прибыль в случае резкого падения цен на рынке. И вы сможете это сделать, попросив брокера продать акции при снижении цены на них до 18. Это и будет распоряжение о продаже в случае падения цены ниже определенного уровня. Ваш брокер проследит за тем, чтобы оно было выполнено, если цена на эти акции упадет до 18. Как только она подойдет к этому рубежу, ваше распоряжение тут же становится распоряжением с немедленной реализацией о продаже по наиболее высокой цене. И вновь может возникнуть схожая ситуация: другие отдали подобные распоряжения раньше, чем вы. И к тому времени, когда дойдет очередь до выполнения вашего распоряжения, цена может упасть до 17¾ или даже до 17½.

Напротив, если вы хотите купить акции Rod & Reel, вам покажется не очень выгодным покупать их за 18, если вы чувствуете, что цена будет снижаться и дальше. Но если ожидается резкий рост курса после внезапного падения, вам не захочется упустить возможность купить эти акции до того, как цены поднимутся слишком высо-

ко. В такой ситуации надо отдать *распоряжение брокеру о покупке* акций, если цена на них возрастет, скажем, до 19.

Время от времени биржа использует свое право и запрещает применение распоряжений о покупке или продаже акций, когда цена достигнет определенного уровня. Обычно это касается акций определенного вида. Такое решение принимается только тогда, когда цены на данный вид акций очень резко колеблются и существует опасение, что выполнение распоряжений приведет к резкому выбросу акций данного вида на рынок.

С теоретической точки зрения, такие распоряжения с указанием фиксированной цены выглядят очень привлекательно. Они служат средством контроля ваших прибылей и убытков. Тем не менее, в повседневной практике они не столь хороши, как думает средний вкладчик. Чтобы приносить реальную пользу, лимитированное распоряжение должно учитывать преобладающую рыночную цену. Например, если акции Rod & Reel обычно продаются за 18½, то нет смысла отдавать распоряжение о покупке их за 16 или даже 17. А если в вашем распоряжении указана цена 18, вы можете с тем же успехом купить их за 18½. То же можно сказать, когда речь идет о продаже акций.

Короче говоря, среднему вкладчику вряд ли стоит рассчитывать на получение значительной прибыли при небольших колебаниях курсов акций относительно господствующей рыночной цены. Этот путь обогащения не для среднего вкладчика.

Глава 11

Как устроен рынок

КОГДА бы вы ни отдали распоряжение о покупке или продаже акций, ваша брокерская фирма несет ответственность за заключение сделки по оптимальной цене: наиболее высокой, если вы продаете, и самой низкой, если покупаете. Нередко для добросовестного выполнения вашего распоряжения брокеру, работающему в операционном зале, необходимо затратить больше времени, чем он может себе позволить: у него слишком много дел. Например, если вы отдали распоряжение о покупке акций Rod & Reel по определенной цене, например, по 18 долларов за акцию, а в это время цена на них составляла 19 долларов, то вряд ли вы можете рассчитывать на то, что ваш брокер не будет спускать глаз с табло, на котором указывается цена этих акций, в ожидании того момента, когда она упадет до 18.

Вероятнее всего, он передаст ваше распоряжение другому брокеру, который, действуя как его агент, будет наблюдать за колебаниями цен на интересующие вас акции и выполнит ваше распоряжение, если предоставится такая возможность. Обычно в таких ситуациях брокеры обращаются к маклерам, которые ведут торговлю определенными акциями.

Маклер - тот же брокер, только ограничивший поле своей деятельности покупкой и продажей определенного вида акций (или нескольких видов). Маклеры торгуют в определенной точке, находящейся около торгового поста. Маклер не уходит с этого места, ожидая именно здесь распоряжений других брокеров. Поскольку за заключение сделки он получает брокерское вознаграждение, то он и несет ответственность за выполнение распоряжений. Инвестор, отдавший приказ, не платит дополнительных комиссионных за услуги маклера.

выполняющим их поручения. Он и сам продает и покупает акции, на торговле которыми специализируется. Именно это и является его главной обязанностью. Осуществляемые им сделки влияют на котировки на бирже, и на нем лежит ответственность за сохранение справедливого, слаженного и конкурентного рынка.

Примерно 407 членов биржи работают маклерами, представляющими 64 объединения - в основном товарищества или объединения двух-трех фирм. Эти объединения ведут торговлю всеми акциями, зарегистрированными на бирже. Некоторые крупные объединения специализируются на продаже различных видов акций (до 150 видов) и крупными партиями, фирмы помельче - всего на нескольких видах.

Ни один член биржи не может работать в качестве маклера, не имея разрешения фондовой биржи. Маклер должен, кроме того, иметь значительное состояние. Каждому специализированному объединению положено иметь средства, необходимые для покупки 5000 обычных и 1000 привилегированных конвертируемых акций для того, чтобы ее члены имели право называться маклерами по данному виду акций. Специализированное объединение должно располагать четвертью миллиона долларов для того, чтобы управлять торговлей обычными акциями, ибо одна обычная акция стоит 50 долларов. Каждая фирма, объединяющая маклеров, должна иметь наготове 100000 долларов, или 25% от стоимости 5000 обычных и 1000 привилегированных акций, на торговле которыми она специализируется. Бывает, что нужна сумма и побольше.

Иначе говоря, крупным специализированным фирмам, ведущим торговлю несколькими десятками видов акций, нужны огромные суммы - миллионы долларов. Некоторые специалисты-маклеры рассчитывают в основном на свои средства. Но большинство используют капитал со стороны, дополняя им свой собственный. Кое-каким фирмам оказывается настолько сильная поддержка, что они могут сразу купить двадцать или тридцать тысяч акций одного или нескольких видов (из тех, на продаже которых специализируются).

4 Заказ 3182

Выполняя распоряжения других брокеров, маклер и сам работает как брокер. Ведь брокер, по сути, это тот, кто является агентом других людей. Но когда он покупает или продает акции за свой счет, он работает как дилер. В этом заключается разница между брокером и дилером. Брокер заключает сделки для вас. Дилер торгует с вами и является главным действующим лицом в сделке. Он продает ценные бумаги, принадлежащие именно ему, или покупает их у вас за свой счет по согласованной цене.

Когда брокер, работающий в фирме, вступившей в биржу, приходит к торговому месту с распоряжением о продаже акций, но там не оказывается других брокеров, имеющих распоряжения о покупке этих акций, то цену за них может предложить маклер. Если брокер хочет купить акции, а продавцов нет, то специалист может предложить свои акции.

Как правило, от 30% до 40% объема оборота биржи приходится на сделки с маклерами, заключающиеся за их счет. Маклеры обеспечивают примерно половину своего дохода такими сделками. Другая половина поступает за выполнение распоряжений других брокеров.

Для каждого вида акций маклер имеет специальную тетрадь или записную книжку. В ней фиксируются все лимитированные распоряжения или распоряжения о купле-продаже при достижении определенного ценового уровня, передающиеся ему другими брокерами и не выполненные, поскольку рыночные цены на акции не соответствовали указанным в распоряжениях: были или слишком высоки для покупки или слишком низки для продажи. Если маклер получает два или более распоряжения о покупке акций по одинаковой цене, он записывает их в свою тетрадь в порядке поступления. Распоряжения, полученные раньше, выполняются первыми, как только цена на рынке будет соответствовать указанной - все другие обстоятельства не принимаются во внимание.

Если ваше распоряжение о покупке акций Rod & Reel по 18 долларов зафиксировано в тетради маклера первым и акции на бирже продаются именно по этой цене, ваше распоряжение будет выполнено первым. Даже если маклеру захочется купить акции для себя, за свой счет,

именно по 18, он не сможет этого сделать до тех пор, пока не будут выполнены ваше и все другие занесенные в его тетрадь распоряжения о покупке данных акций по этой цене.

Если последний раз акции Rod & Reel были проданы по цене 18½, то в записной книжке маклера, наверняка, найдутся одно или два лимитированных распоряжения на покупку по 18¾. В той части тетради, где фиксируются заявки на продажу, могут оказаться две заявки о продаже по 18⅝, несколько по 18¾, а также распоряжения о продаже по цене 19 и выше - лимитированные распоряжения или распоряжения, выполняемые по достижении определенного ценового уровня (что точно указывается в тетради).

Если брокер придет на торговое место с распоряжением о срочной покупке акций Rod & Reel и там не окажется других брокеров с распоряжениями о продаже, то на его вопрос: "Как Reel?" - маклер ответит: "Три восьмых, пять восьмых," - имея в виду, что 18⅜ - это цена покупателя, а 18⅝ - цена продавца, поскольку 18⅜ - самая высокая цена покупателя, названная в одном из распоряжений, а 18⅝ - самая низкая цена, которую один из клиентов хотел бы получить за свои акции. Это и есть *курс спроса и предложения.*

Маклер в первую очередь обязан следить за тем, чтобы не было резких скачков цен на акции, торговлей которыми он руководит. Поэтому он следит за тем, чтобы разница между ценой спроса и предложения не превышала ½ пункта, хотя для дорогих выпусков допустима более значительная разница.

Поскольку биржевые маклеры стараются добросовестно выполнять возложенные на них обязанности по поддержанию порядка на рынке, то в 90% сделок, заключаемых на бирже, цены отличаются не более чем на ¼ пункта по сравнению с предыдущими сделками. Когда разница между курсами спроса и предложения начинает превышать норму, маклер, по законам биржи, должен постараться сократить этот разрыв. Маклерам приходится самим предлагать и цену спроса, и цену предложения, а затем продавать или покупать по этим ценам и за свой

счет столько акций, сколько потребуется.

Если одна из акций резко поднимается или стремительно падает в цене, маклер должен стабилизировать рынок этой акции. Когда рынок насыщается возрастающим числом распоряжений о продаже, что вызывает падение цены, ему приходится покупать эти акции за свой счет. Если же рынок насыщен распоряжениями о покупке акций и цена на них резко поднимается, то ожидается, что маклер продает часть акций из своего запаса. Иногда маклеру приходится продавать акции, которых он не имеет. Но он полагает, что в дальнейшем ему удастся купить эти акции по более низкой цене, чтобы рассчитаться с брокерами, которым они уже были проданы.

Необходимость поддерживать стабильность и порядок на рынке ценных бумаг может вынудить маклера выполнять дорогостоящие и рискованные операции. Новая информация о делах той или иной компании может стать причиной внезапного резкого выброса на рынок приказов о покупке или продаже акций. Иногда из-за этого на несколько часов откладывается открытие биржи. В некоторых случаях торговля прекращается на достаточно длительное время. В таких ситуациях биржевой маклер должен проконсультироваться с руководством биржи и с одним или двумя директорами. Они должны решить, какой может быть разумная рыночная котировка акции. Когда торговля возобновляется, то именно по этой цене маклер обязан продавать и покупать эти акции.

Классическим примером того, как решается такая проблема, часто возникающая перед маклерами, может быть случай с компанией Локхид (Lockheed). В начале 1964 года компания объявила о проектировании самолета А-11, который по летным и другим качествам существенно превосходил любой самолет в мире. Президент компании Lockheed заявил об этом в пятницу. В этот день к моменту закрытия биржи акции Локхида продавались по 38. В понедельник утром биржевого маклера, специализировавшегося на торговле акциями этой компании, завалили срочными распоряжениями о покупке 30000 акций. А в его тетради было зарегистрировано распоряжений о продаже всего 17000 акций, что на 13000

меньше, чем требовалось для удовлетворения спроса. Биржевые маклеры, производящие операции за свой счет, были готовы продать 3200 акций, да и сам маклер, специализировавшийся на акциях Локхид, имел 5600 акций. Не хватало 4200 акций, и маклеру-специалисту пришлось продать акции, которыми он не располагал, а затем покрыть недостачу, купив 4200 акций по разумной цене.

После совещания с руководством биржи маклер установил в качестве начальной цены 40¾, что было на 2.75 доллара выше цены при закрытии биржи в пятницу. Торговля началась с партии в 30000 акций по этой цене. К концу торгового дня после совершения 299 индивидуальных сделок на сумму в 5.5 миллиона долларов акции Lockheed шли по цене 40⅜. Но самым важным во всей этой истории было то, что маклеру-специалисту удалось установить такой строгий порядок на рынке, что в течение торгового дня ни одна из этих сделок не была заключена по цене, отличавшейся более чем на ¼ пункта от цены предыдущей сделки.

Но иногда бывает и так, что с вечера и за ночь накапливается такое огромное количество распоряжений о покупке или продаже данного вида акций, что маклер не в силах установить начальную цену даже с помощью других маклеров и руководства биржи. Например, в понедельник 11 января 1982 года правительство заявило о том, что оно прекращает долгую тяжбу с компанией IBM, начатую антитрестовским отделом Конгресса Соединенных Штатов. После этого заявления акции IBM, гигантской компьютерной корпорации, не продавались на Нью-Йоркской фондовой бирже до самого вечера. Когда, наконец, торговля началась с блока в 714000 акций, начальная цена поднялась на 1¾ пункта и достигла 58⅝.

В дополнение к другим мерам по стабилизации рынка маклер может осуществить еще одно важное мероприятие, которое называется *остановкой акции.*

Представьте себе, что брокер пришел к торговому месту, имея на руках ваше срочное распоряжение о покупке акций Rod & Reel. В это время наилучшая цена продавца, отмеченная в тетради маклера, равнялась 18⅝, а

других брокеров, которые могли бы предложить более низкую цену, не было. Желая купить акции по более низкой цене, но при этом "не упустить рынок", если цена пойдет дальше вверх, ваш брокер попросит "остановить" для него 100 акций по 18⅝. Если затем подойдет другой брокер и предложит акции Rod & Reel по 18½, то маклер купит их для вашего брокера и получит брокерское комиссионное вознаграждение за выполнение этого поручения. Если никто не предложит акции по более низкой цене, а вновь будет произведена продажа по 18⅝, то маклер выполнит ваше распоряжение о покупке по этой цене. Но он не купит вам акции дороже, чем за 18⅝, поскольку, когда его попросили "остановить" акции, он согласился, что 18⅝ будет максимальной ценой, которую вам придется платить.

После каждой продажи аукцион возобновляется. Если заключена сделка по продаже акций Rod & Reel по 18⅝ , то другие брокеры, также имеющие распоряжение о приобретении 100 акций, вновь заявляют свою цену, которая может остаться на прежнем уровне 18½. Эти одновременные заявки будут равноправны. Если затем подойдет другой брокер и предложит 100 акций по 18½, то брокеры, которые хотели купить акции по такой цене, будут решать, кто из них купит эту партию путем подбрасывания монеты.

Проигравший брокер доложит своему клиенту, что он "*играл и проиграл*". Клиенты, которым это сообщают, часто недоумевают, почему их брокер никогда не выигрывает. Дело в том, что брокер не докладывает о своем выигрыше. Клиент получает свои акции - и все.

Если брокеры одновременно заявляют одинаковую цену, но одному из них нужно купить 200 акций, а двум другим по 100, то более крупный заказ считается приоритетным, если продавец предложит партию, состоящую из

Очень часто прежде чем отдать распоряжение о срочной покупке акций, клиент хочет иметь представление об их цене. Чтобы оказать услугу этому клиенту, биржевой брокер, находящийся в операционном зале, постарается узнать "рыночные цены и объемы торговли": он спросит у маклера о текущих курсах спроса и предложения и об объемах заказов по этим ценам. Маклер раскрывает только самую высокую цену покупателя и самую низкую цену продавца. Например, если речь идет об акциях Rod & Reel, он ответит: "3/8,5/8" - а это следует понимать так: цена покупателей составляет 183/8, а цена продавцов - 185/8. Он не имеет права раскрывать более низкие цены покупателей и более высокие цены продавцов, занесенные в тетрадь. Если его спросят об объемах заявок по этим ценам, то он может сказать: "Сотня в любом варианте", подразумевая, например, что у него есть заявка на покупку 100 акций по 183/8 и заявка на продажу акций по 185/8. Если он покупает 100 акций и 500 продает, он скажет: "3/8,5/8, один к пяти."

Маклеру не рекомендуется разглашать объемы заявок, зафиксированные в его в записной книжке, а также цены спроса и предложения, если он чувствует, что при этом пострадают интересы покупателя и продавца.

Поскольку маклерская записная книжка дает ему возможность "почувствовать" рынок так, как это не может сделать ни один другой брокер или инвестор, и поскольку он не только может, но и должен покупать и продавать акции за свой счет для поддержания организованности и стабильности на рынке, то очевидно, что он может существенным образом влиять на цены.

Чтобы иметь полную уверенность в том, что маклер не злоупотребляет своим привилегированным положением и не манипулирует ценами ради собственной выгоды, биржа окружает его операции частоколом технических правил, которые постоянно ужесточаются.

Несмотря на то, что различные регулярные проверки, включая и проверки самой S.E.C., не выявили никаких явных грехов маклеров на Нью-Йоркской фондовой бир-

дить за всеми их операциями. Нет никаких сомнений в том, что они и впредь будут оставаться под ее неусыпным контролем.

В настоящее время все маклеры обязаны предоставлять бирже примерно восемь раз в год отчет о деталях сделок, совершенных в течение одной недели. Недели выбираются случайным образом и о них не сообщается заранее. Эти отчеты дают возможность бирже установить, соблюдается ли должный порядок на рынке конкретных акций, насколько плавно происходит изменение цены, как велик разброс котировок. На основании всего этого делается вывод о том, достаточно ли хорошо маклер справляется со своими обязанностями.

Маклеры также еженедельно уведомляют биржу о каждом акте купли или продажи, совершенном за свой счет, с указанием времени совершения сделки, "знака" (то есть росла цена или падала) и количества акций. Они ведут и учет своей "стабилизирующей деятельности": регистрируют, производят ли они в соответствии со своими обязанностями покупку акций, когда цена уменьшается, а также продают ли они те акции, цена на которые растет.

Кроме того, на бирже постоянно действует программа контроля за ценами. Эта программа основывается на данных, полученных от компьютеров, которые управляют биржевым тикером. Контролируются данные обо всех сделках, проходящих через тикер в течение торгового дня. Когда движение цены какой-либо акции превышает допустимые пределы, компьютер привлекает внимание к этому факту. Данные о сделке - символ акции, время и цена - передаются на печатающее устройство телетайпа в секции контроля биржи. Там извлекают из компьютерного банка данных хронологическую последовательность продаж до и после подозрительной сделки и анализируют эту запись. Если нет очевидной причины для резкого изменения цены, секция контроля предупреждает служащего, наблюдающего за той частью операционного зала, где производится торговля данными акциями. И тот поговорит с маклером, выясняя, что случилось и, главное, почему.

Когда в очередной раз начинают звучать недовольные

голоса, призывающие к тому, чтобы запретить маклерам совершать сделки за свой счет и ограничить их деятельность ведением бухгалтерских книг и выполнением распоряжений других брокеров, маклеры задают вопрос: что случилось бы с рынком ценных бумаг, если бы они не хотели и не имели возможности пойти на риск в тот день 1955 года, когда у президента Эйзенхауэра случился сердечный приступ, или в день убийства президента Кеннеди в 1963 году?

В понедельник 16 сентября 1955 года после того, как в конце предыдущей недели стало известно о сердечном приступе у президента Эйзенхауэра, к моменту открытия рынок был завален распоряжениями о продаже акций, число которых значительно превышало число распоряжений о покупке. Открывать торговлю какими бы то ни было акциями оказалось невозможно: лавина распоряжений о продаже должна была резко ударить по ценам и опустить их ниже любого разумного уровня. И это могло произойти гораздо раньше, чем в людях снова проснулся бы инстинкт покупателей. Маклеры приняли вызов. Они, не колеблясь, покупали акции за свой счет и по ценам, которые были не намного ниже тех, что преобладали в пятницу вечером в момент закрытия. Четверть всех акций, купленных в тот день, была приобретена маклерами за свой счет. А всего ими было куплено 1759360 акций на сумму примерно в 80 миллионов долларов. Выздоровление президента позволило маклерам продать купленные акции не только без убытка для себя, но даже с прибылью. Но, идя на риск, они не знали, выиграют или будут разорены.

"Как вы можете доверить компьютеру такую работу?" - задают вопрос маклеры.

Действия маклеров 22 ноября 1963 года также были достойны внимания. Можно проиллюстрировать это рассказом о том, что случилось с 25 ключевыми акциями между 13:40, когда новость об убийстве президента Кеннеди достигла операционного зала биржи, и 14:07, когда биржа была закрыта управляющими. В 13:40 в личных хранилищах маклеров насчитывалось 126000 акций 25 выпусков на общую сумму более 7 миллионов долларов.

Когда в операционном зале началась паническая продажа акций, маклеры начали их покупать, рискуя собственными капиталами. В течение последующих 27 минут в операционном зале было продано 570000 акций 25 выпусков. Из них маклеры купили 144000 и у них оказалось в хранилищах 270000 акций на сумму 12348000 долларов. Биржевые маклеры, осуществляющие операции за свой счет, помогли стабилизировать рынок этих акций, купив 31000 акций. Конечно, маклеры не понесли убытков из-за быстрого восстановления рынка. Но, рискуя крупными суммами денег, они не могли на это твердо рассчитывать.

S.E.C. утверждает, что не всегда маклеры ведут себя настолько образцово. Но, наверное, никто не смог бы быть героем каждый день.

Глава 12

Как продавать большие партии акций

ПРЕДСТАВЬТЕ, что вы являетесь владельцем значительного количества акций какой-нибудь компании. Может быть, вы получили эти акции в качестве пенсионного вознаграждения после ухода в отставку из этой компании; может быть, они достались вам в наследство или вы покупали их понемногу в течение длительного периода времени. И теперь решили, что пришло время продать пять, десять или более тысяч акций. Как надо действовать в этом случае?

Очевидно, если вы выбросите такое количество акций на рынок, то цена резко снизится, и вам не удастся получить за свои акции столько, сколько они стоят в текущий момент. Возможно, пройдет много дней или даже недель, прежде чем вам удастся избавиться от всех своих акций путем рутинной рыночной торговли, продавая за один раз сто или двести акций.

В этой ситуации лучше всего обратиться к своему брокеру, чтобы он помог вам справиться с этой проблемой. Во-первых, он сразу постарается найти "другую сторону на рынке": найти покупателя, который был бы так же заинтересован купить ваши акции, как вы заинтересованы их продать. Для этого отдел по оптовой торговле акциями вашей брокерской фирмы установит связи с различными учреждениями, стараясь найти среди них покупателя, который приобрел бы весь пакет ваших акций. Это могут быть другие фирмы-члены биржи или даже фирмы, не вступившие в нее, но желающие купить именно эти акции. Если акции этой фирмы не слишком популярны на рынке, ваш брокер наведет справки, не заинтересована ли сама компания в приобретении собственных акций: иногда некоторые компании так и поступают.

Ваш брокер может также обратиться к маклеру , который осуществляет торговлю именно этими акциями и

часто помогает другим брокерам продать большие партии акций.

Раньше брокер передавал распоряжение о продаже большого блока акций маклеру, и тот выполнял его как *распоряжение без финансовой ответственности.* Путь для выполнения такого распоряжения маклер мог выбрать сам, то есть он мог принять решение о цене сделки и времени ее исполнения. Мог на некоторое время отсрочить выполнение распоряжения о продаже, рассчитывая, что цена на эти акции поднимется. При этом маклер мог быть уверен, что брокер, от лица которого он действовал, не возложит на него ответственность за то, что он не смог осуществить продажу по наиболее благоприятным ценам, если цены на акции падали до выполнения вашего распоряжения и другие распоряжения были выполнены по более высоким ценам. Но вот уже в течение нескольких лет S.E.C. запрещает маклерам принимать к исполнению распоряжения без финансовой ответственности. Это ограничение делает выполнение таких распоряжений весьма затруднительным для брокера. Все, что в его силах - это уговорить клиента переделать свое распоряжение в лимитированное. Если это удается, он передает распоряжение маклеру, который и продаст всю партию по ценам, выше минимальных, указанных в распоряжении.

В конце концов маклер заинтересован в том, чтобы продажа вашего блока акций оказала возможно меньшее влияние на рынок. Маклер, занимающийся вашими акциями, может, например, знать некоторых своих коллег, выполняющих распоряжения государственных организаций. Именно они и могут быть заинтересованы в покупке всей партии ваших акций или хотя бы ее части. Кроме того, маклер может приобрести всю партию за свой счет, взяв на себя риск по дальнейшей выгодной реализации этих акций.

Если блок акций продается целиком, то сделка называется оптовой покупкой маклера. Такая сделка может быть осуществлена только в том случае, если из-за продажи акций обычным порядком на рынке произойдет нарушение равновесия. *Продажа партии акций маклером* - это операция, противоположная вышеописанной, и она

попадает под те же ограничения.

Иногда брокеру, имеющему на руках распоряжение о продаже или покупке большой партии акций, удается найти покупателей или продавцов на всю партию среди своих клиентов и контролировать обе стороны, участвующие в сделке. Такая ситуация называется *пересечением (кроссом)*: брокеру приходится "пересекать" распоряжения о продаже и покупке акций. Самой крупной партией, проданной таким образом на Нью-Йоркской фондовой бирже, была партия из 5240000 акций American Motors. Это имело место 14 марта 1972 года. Сделка такого же типа на самую крупную сумму по продаже акций Cutler-Hammer была заключена 12 июня 1978 года. Она оценивалась в 103.086.500 долларов.

Время от времени случается, что брокер, выполняющий такую "домашнюю" сделку, не может найти достаточного количества распоряжений о покупке для покрытия целиком распоряжения о продаже. В этом случае он сам покупает остаток акций за свой счет и берет на себя риск по их дальнейшей реализации.

Если фирма, являющаяся членом биржи, берется за реализацию крупной партии акций (слишком крупной для того, чтобы она могла справиться с ней самостоятельно), то в этом случае она может использовать такую тактику продажи, как *вторичное размещение ценных бумаг*. Вторичным это размещение называется в отличие от первоначального андеррайтинга или первоначального размещения акций. Вторичное размещение, так же, как и размещение нового выпуска, может быть осуществлено и фирмой, являющейся членом Нью-Йоркской фондовой биржи, и дилером по операциям с ценными бумагами, не входящим в число членов биржи. В нем могут принимать участие как члены, так и не члены биржи.

Если блок, предлагаемый для вторичного размещения, состоит из акций, допущенных к обращению на бирже, то объявление о предстоящей продаже помещается на биржевом тикере непосредственно в день продажи. Фактически эти акции предлагаются на рынок уже после его закрытия. Предварительная информация о том, что на рынок выпускается такой значительный блок акций, может, по понятным причинам, оказать негативное воздействие на цену акций в течение торгового дня. На самом же деле, если заранее известно о продаже такого блока акций, то цены на них могут снижаться за день или два до начала продажи. Новости о надвигающемся вторичном размещении блока акций начинают распространяться, как только брокер или дилер, руководящий продажей, объявляет об организации андеррайтинговой группы.

Гаранты, участвующие во вторичном размещении, покупают блок акций непосредственно у продавца и берут на себя риск по перепродаже

этого блока на рынке. При этом они часто приглашают других брокеров и дилеров - не членов биржи, принять участие в группе, занимающейся продажей блока. Участники андеррайтинговой группы взыскивают с продавца "*общую разницу*", или *спрэд*: разницу между суммой, полученной эмитентом за выпущенные ценные бумаги и суммой, уплаченной за них инвестором. Как правило общая разница в три или четыре раза превышает обычные ставки комиссионных - величина ее может колебаться от двух до шести обычных ставок. В эту сумму входит вознаграждение за управление, комиссионный сбор за андеррайтинг и *продажную скидку*, которая составляет от трети до половины спрэда. С тех пор, как размеры комиссионных сборов стали предметом переговоров, величины спрэдов, или издержек продавца, в основном уменьшились, что обусловлено, в основном, конкуренцией между брокерами.

Цена, по которой блок может быть предложен ко вторичному размещению (если речь идет об акциях, зарегистрированных на бирже), обычно равна той цене, которая фигурировала в день продажи при заключении последней сделки с участием таких же акций. Но она может быть как выше, так и ниже в зависимости от привлекательности самой сделки.

Если вы не захотели приобрести акции незадолго до закрытия рынка, то можете спросить: "А с какой стати меня заинтересует покупка этих акций за ту же самую цену и в тот же самый день, но чуть позже"? Ответ на этот вопрос несложен. Для того, чтобы сделка показалась вам более привлекательной, гаранты могут предложить осуществить покупку на бескомиссионной основе, независимо от того, сколько акций вы купите. Все затраты оплачиваются продавцом, и именно поэтому стоимость такой сделки бывает достаточно велика.

При вторичном размещении андеррайтинговая группа должна поручиться за сохранение стабильности рынка и получить санкцию S.E.C.: то есть поступать точно так же, как и при первичном размещении акций. Очевидно, группе не удастся продать эти акции по цене, зафиксированной в договоре с продавцом, если одновременно они предлагаются на открытом рынке по существенно более низким ценам (с учетом того, что покупателю не придется платить комиссионных сборов). В таких случаях андеррайтеры обычно покупают более дешевые акции, предлагающиеся на рынке, и добавляют их к имеющемуся блоку. Если количество акций, продающихся по более низкой цене, значительно, андеррайтеры могут прекратить свои попытки стабилизации рынка, изъять из продажи блок и подождать более благоприятных условий на рынке, более удачного дня для торговли.

Самое крупное вторичное размещение обычных акций произошло в 1956 году. Это была первая публичная продажа группой Ford Foundation акций компании Ford Motor. Этим размещением управляли семь фирм, занимающихся продажей ценных бумаг, которые действовали как объединение менеджеров. Заказ оценивался в 657 миллионов долларов. Следующим по величине вторичным размещением руководила одна брокерская фирма: фирмой Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith продавался пакет акций TWA, принадлежавший Говарду Хьюджу и состоявший из 6584937 акций на сумму в 566.304.582 доллара.

Второй вариант размещения крупного блока акций - это *специальное*

в нем могут принимать участие только члены Нью-Йоркской фондовой биржи. Специальные размещения производятся в операционном зале в течение обычных часов работы биржи.

Третий вариант - *биржевое размещение* - также возможен, но по популярности уступает первым двум. Таким размещением обычно руководит одна брокерская фирма. Весь блок продается целиком и только клиентам этой брокерской фирмы. На самом деле такая сделка представляет собой гигантскую кросс-акцию. Продавец отдает брокеру распоряжение о реализации определенного количества акций. Усилия этого брокера направляются в основном на то, чтобы заинтересовать своих клиентов в покупке этих акций. Главным аргументом в пользу их приобретения может быть то, что они будут куплены по цене, преобладающей на бирже или близкой к ней. Когда группа, руководящая продажей акций, набирает количество распоряжений о покупке, достаточное для покрытия распоряжений о продаже, брокер в последний раз спрашивает у продавца, подходит ли ему та цена, которая в данный момент преобладает на рынке. Если продавец согласен на продажу по такой цене, то биржевой брокер выставит блок для продажи на бирже и одновременно назовет цену покупателей, обычно равную цене предыдущей сделки или находящуюся где-то в промежутке между ценами покупателя и продавца.

С точки зрения продавца можно назвать два существенных преимущества именно биржевого размещения акций. Поскольку в этом случае не объявляют публично о продаже блока, и всей сделкой управляет одна брокерская организация, то маловероятно, что слухи о предстоящей продаже блока смогут отрицательно повлиять на цену акций до их предложения на свободном рынке, что часто происходит при вторичных и специальных размещениях акций. К тому же, при осуществлении биржевого размещения не приходится создавать андеррайтинговый синдикат или группу по продаже и, следовательно, продавцу не приходится платить за их услуги. Таким образом, эта сделка обходится примерно вдвое дешевле, чем вторичное или специальное размещение. Понятно, что покупатели не платят никаких комиссионных, поскольку все расходы берет на себя продавец.

Банки, страховые компании и другие организации -инвесторы при продаже блоков ценных бумаг испытывают более серьезные трудности, чем при их покупке. Для решения этой проблемы фондовая биржа в 1956 году разработала механизм, известный под названием *биржевое приобретение.* Он работает так же, как механизм биржевого распределения, но по сути противоположен ему. Брокер, руководящий такой сделкой, собирает распоряжения о продаже конкретного вида акций по определенной цене, пока не наберет такое их количество, чтобы покрыть распоряжение покупателя. Продавцы освобождаются от уплаты комиссионного сбора, а покупателю приходится оплачивать сумму комиссионных, которая, по крайней мере, в два раза превышает размер обычной.

Биржевое приобретение акций никогда не пользовалось особой популярностью. И нетрудно догадаться почему. Одно дело, если брокер спрашивает у клиента, не желает ли тот купить акции без уплаты комиссионного сбора, и совсем другое дело, если ему приходится спрашивать, не хочет ли тот продать свои акции без оплаты его услуг. Естественно, что первая мысль клиента будет такова: "С какой стати мой брокер, раньше рекомендовавший мне купить эти акции, теперь предла-

гает продать их?"

Пока Нью-Йоркская фондовая биржа развивала механизмы управления покупкой или продажей блоков акций разной величины и вводила в них изменения, способствовавшие их усовершенствованию, многие организации-инвесторы обнаружили, что распоряжения о покупке или продаже крупных блоков акций лучше направлять на так называемый Третий рынок. В этом случае блок акций продается дилеру по операциям с ценными бумагами, который, купив их, возьмет на себя всю ответственность за их дальнейшую реализацию. Поскольку дилеру приходится рисковать, он вправе ожидать, что акции будут проданы с существенной скидкой относительно рыночной цены. Если же он продает акции, то надеется, что ему удастся продать их с наценкой.

Очевидный успех, который сопутствует внебиржевым дилерам, торгующим блоками акций, подсказал фирмам-членам биржи необходимость применения той же тактики. Вместо того, чтобы использовать сложные биржевые механизмы движения блока акций, они покупают блок непосредственно у продавца, устанавливают его позицию, а затем находят пути продажи, точно так же, как это делают на Третьем рынке дилеры, не являющиеся членами биржи. Есть только одно маленькое условие. Если фирма-член биржи хочет продать весь блок или часть его не члену биржи, она должна сначала убедиться, что выполнены все лимитированные распоряжения, зарегистрированные в записной книжке маклера, о покупке акций по данной или более высокой закупочной цене.

Организации-инвесторы, кроме того, могут воспользоваться услугами Четвертого рынка - Институциональной сетью (Institutional Network Corporation, Instinet), помогающей им покупать или продавать большие партии акций.

Instinet представляет собой компьютерную службу, находящуюся в частном владении. Абоненты могут уведомлять Instinet о своем желании продать или купить блоки акций через компьютерную сеть. Если продавец, являющийся абонентом системы, заявляет о своем желании продать определенный блок акций, а другой абонент проявляет интерес к покупке этого блока, то они могут обсудить цену и другие условия продажи, используя терминалы компьютерной сети. Согласно данным Instinet, некоторым его абонентам удалось сэкономить до 70% средств, которые пошли бы на оплату комиссионных сборов, если бы им пришлось платить по старой системе фиксированных комиссионных. Instinet получает средства не только за счет комиссионных сборов, но и за счет абонентской платы, взымаемой ежегодно.

Как только организация-инвестор, являющаяся абонентом этой сети, выражает свое желание продать блок определенных акций, сообщение об этом сразу же поступает в компьютер, соединенный с сетью Instinet. Чуть позже другой абонент на основе полученной информации решает, хочет ли он купить эти акции. Результат он также сообщает в Instinet. Информация проверяется, и будущий покупатель получает возможность связаться через компьютерную сеть с продавцом. Поскольку вся сделка производится в частном порядке, возможность появления слухов о том, что такая-то страховая компания хочет продать блок акций, исключается. Следовательно, можно не опасаться негативного влияния атаков на уровень цены акции. В свою очередь, на данной

купатель тоже не обнаруживает публично своей заинтересованности, избегая риска купить акции по завышенной цене.

Хотя в основном продавцами крупных партий акций являются организации-инвесторы, иногда заявки на такую продажу делают директора, управляющие или держатели больших пакетов акций компаний. Продажа таких блоков доставляет немало хлопот брокерам. Законом о ценных бумагах от 1933 года предусмотрено, что тот, кто продает акции от имени контролирующего лица, действует как гарант до тех пор, пока не состоится размещение акций. Публичная продажа акций, принадлежащих контролирующему лицу, может быть на основании официального документа о регистрации ценных бумаг или по Правилу 144 S.E.C. Но вопрос заключается в том, кого считать контролирующим лицом. Многие брокеры решают этот вопрос с большой осторожностью, считая любого человека, входящего в руководство компании, или владельца большого количества акций компании возможным контролирующим лицом.

Глава 13

Как выполняются мелкие распоряжения

НА бирже все акции продаются и покупаются брокерами *полными лотами*, то есть минимальное количество акций кратно 100 (за исключением некоторых не являющихся объектом ежедневных сделок неходовых акций, которые продаются партиями по 10 акций в каждой).

А что если вам захочется купить или продать на фондовой бирже двадцать акций нашей гипотетической компании Rod & Reel? Вы можете отдать распоряжение о покупке или продаже так называемого *неполного лота*, или неполной партии ценных бумаг (количество ценных бумаг меньшее, чем единица торговли на бирже) - от 1 до 99 акций. Но вам, вероятно, придется заплатить за сделку комиссионный сбор, который выражается в процентах от общей суммы, указанной в вашем распоряжении, и он будет выше, чем при операциях с полными лотами.

Обычно брокеры взимают более высокий процент комиссионного сбора при выполнении мелких распоряжений. Насколько он будет высок, зависит от конкретного брокера. Но брокеры, занимающиеся заключением сделок для широкой публики, взимают за выполнение распоряжения относительно неполной партии ценных бумаг более низкий сбор, чем фирмы, работающие для избранной клиентуры или специализирующиеся на заключении сделок с организациями.

Существует и вторая причина, по которой вам за куплю-продажу неполных партий, возможно, придется платить больше в процентном отношении. Она заключается в том, что клиент, отдавший распоряжение о сделке с неполным лотом, должен был сверх комиссионного вознаграждения платить особый сбор за обслуживание. Этот вид сборов был узаконен Нью-Йоркской фондовой биржей. Но 23 января правило об обязательной плате за услуги было отменено - тем самым разрушили еще одну тради-

цене сделки с полным лотом, преобладающей на рынке непосредственно перед поступлением вашего распоряжения на торговое место. За эту услугу брокер по операциям с неполными партиями ценных бумаг назначал плату, называемую дифференциалом при покупке неполной партии ценных бумаг. Она составляла 1/8 пункта, или 12.5 цента за каждую купленную или проданную акцию.

При покупке неполного лота вам приходилось платить за каждую акцию на 1/8 пункта больше той цены, по которой были проданы акции полного лота при заключении сделки сразу после поступления вашего распоряжения на торговое место. Если бы вы продавали неполный лот, то получили бы за каждую акцию на 1/8 пункта меньше. Когда-то дифференциал при покупке неполного лота составлял 1/4 пункта для акций, имевших продажную цену 40 долларов за акцию и выше. Позднее такой дифференциал стал применяться только к акциям, продававшимся по цене 55 долларов за акцию и выше. Фирма по операциям с неполными лотами не имеет дел непосредственно с клиентами, она общается с ними только через их брокеров. В этом смысле можно считать такую

фирму брокером брокера. Хотя, судя по тому, что она всегда ведет дела за свой счет - устанавливает позиции акций, продает их из своего хранилища, а также покупает акции для него - ее можно отнести к разряду дилеров по операциям с ценными бумагами.

В январе 1976 года устоявшейся системе взимания дифференциала при покупке неполной партии ценных бумаг был брошен вызов. Несмотря на возражения со стороны биржи и при явном благоволении S.E.C., компания Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith объявила о том, что она будет продавать и покупать неполные лоты акций из своих хранилищ, но при определенных условиях (при выполнении распоряжений с немедленной реализацией) не будет взымать дифференциалов.

Это было серьезным ударом для Carlisle & DeCoppet. Merrill Lynch, имевшей на своем счету примерно четвертую часть всех распоряжений относительно неполных лотов, приходивших на биржу, и являлась, пожалуй, крупнейшим клиентом брокера по операциям с неполными лотами.

Merrill Lynch предложила своим клиентам, отдающим распоряжения с неполными лотами, следующий план:

(1) Если вы отдаете распоряжение с неполным лотом для выполнения его в течение текущего дня, и не возражаете против того, что придется подождать, пока начнется торговля такими же акциями на другой день, то компания Merrill Lynch выполнит ваше распоряжение по цене, которая будет установлена во время первой сделки с полным лотом. Вам придется заплатить за свою сделку ровно столько, сколько платят по тарифам обычных комиссионных сборов; в сумму оплаты не будет включен дифференциал за неполную партию.

(2) Если вы отдаете распоряжение о неполном лоте с немедленной реализацией в течение торгового дня биржи, Merrill Lynch выполнит его для вас по той цене, которую назовет маклер по вашим акциям. Если вы покупаете акции - то по цене самой низкой из запрашиваемых владельцами полных лотов. Если продаете - то по самой высокой цене, предлагаемой покупателями полных лотов. Но в любом случае вы заплатите только обычный комиссионный сбор компании Merrill Lynch - без дифференциала за неполную партию.

Выбрав первый вариант, вы, очевидно, сэкономите на каждой акции по 12.5 цента. Но вам придется ждать начала следующего торгового дня, когда ваше распоряжение будет выполнено. Время будет работать на вас или против в зависимости от того, как пойдут дела на рынке

после поступления вашего распоряжения. Почти четверть всех клиентов Merrill Lynch, отдававших распоряжения о неполных лотах, предпочитали именно этот путь в течение нескольких первых месяцев после принятия плана компании.

Что касается второго варианта, то вы имеете шанс 50:50 сэкономить эти 12.5 цента на каждой акции, если разрыв между ценой покупателя и продавца составляет всего 1/8 пункта (что бывает часто), и если торговля акциями идет вяло. Ситуация будет зависеть от того, произойдет следующая продажа по цене покупателя или продавца. Представьте, что акции Rod & Reel котируются по 30 1/2 (цена покупателя) и 30 5/8 (цена продавца). Вы отдаете приказ Merrill Lynch купить 20 акций. Он будет выполнен по цене 30 5/8. Если следующий полный лот продается по такой же цене, то вам действительно удалось сэкономить 1/8 пункта, сумму, которую пришлось бы заплатить в качестве дифференциала за неполный лот при старой системе обложения. Но если следующий полный лот продан за 30 1/2, то новая система не дает преимуществ, поскольку вы заплатили ровно столько, сколько пришлось бы заплатить при старой системе: 30 1/2 + 1/8 дифференциала = 30 5/8. Итак, когда разрыв составляет всего 1/8 пункта, и вы покупаете или продаете по ценам покупателя или продавца, то можете сэкономить, а можете не сэкономить деньги. Но, по крайней мере, вы точно знаете, что не придется платить больше, чем при старой системе обложения.

При разнице между ценами покупателя и продавца больше 1/8 пункта, вероятность экономии на дифференциале не столь велика. Представьте, что акции Rod & Reel котируются по 30 1/2 и 30 3/4. Ваше распоряжение о покупке неполного лота будет выполнено по цене 30 3/4. При заключении следующей сделки с полным лотом может быть установлена любая цена из трех: 30 1/2, 30 5/8 или 30 3/4. Если она составила 30 1/2, то вы проиграли 1/8 по сравнению с тем, сколько пришлось бы платить по старой системе. При 30 5/8 и в том, и в другом случае вы заплатили бы одинаково, а при цене 30 3/4 выиграли бы на каждой акции 1/8 пункта.

По мере увеличения разницы ваши шансы сэкономить на дифференциале при торговле по ценам покупателя и продавца уменьшаются. При разрыве в 3/8 пункта у вас есть один шанс сэкономить дифференциал, один шанс уплатить одинаково по обеим системам обложения и два шанса заплатить больше, чем пришлось бы по старой системе.

Если клиент не хочет давать распоряжений о покупке или продаже акций по новой системе, он может не пользоваться ею, а настоять на том, чтобы его распоряжение с неполным лотом было выполнено традиционным способом: по цене, которая фигурирует в следующей сделке с полным лотом. Но при этом ему придется платить стандартный дифференциал, составляющий 1/8 пункта на одну акцию.

Кроме того, Merrill Lynch объявила о том, что будет выполнять все лимитированные распоряжения с неполными лотами традиционным способом и пользуясь услугами фирмы Carlisle, DeCoppet. Выполнение ограниченных распоряжений с неполными лотами отличается одной деталью от выполнения распоряжений с неполными лотами с немедленной реализацией. Распоряжение о покупке 10 акций Rod & Reel по ограниченной цене 18 1/2 выполняется при заключении сделки с полным лотом по цене 18 3/8. При добавлении дифференциала покупатель приобретает акции по назначенной им цене (18 1/2), а брокер по операциям с неполными лотами обеспечивает себе прибыль (1/8). Распоряжение о продаже неполного лота выполняется при заключении сделки по цене, на 1/8 превышающей оговоренную в распоряжении с ограниченными условиями.

Первой реакцией биржи на угрозу конкуренции со стороны одной из своих крупнейших фирм, было заявление о том, что биржа собирается выкупить фирму Carlisle, DeCoppet и использовать ее компьютерные средства для собственного участия в бизнесе неполных лотов. При этом биржа рассчитывала на маклеров-специалистов, способных обеспечить требующееся количество неполных лотов за счет своих запасов, полученных от сделок с полными лотами.

Затем началось обсуждение этого нововведения: возможно, система торговли неполными лотами, предложенная компанией Merrill Lynch, и не представляет такой большой угрозы, как это показалось вначале. Возможно, конкуренция в этой сфере бизнеса окажется весьма полезной, а старые и новые методы в торговле неполными лотами смогут сосуществовать. Но в любом случае, бирже придется одобрить систему, предложенную Merrill Lynch. Еще до приобретения биржей компании Carlisle, DeCoppet ей был отдан приказ о выполнении распоряжений о неполных лотах при открытии рынка без взимания дифференциалов.

Оказалось, что в результате борьбы компании Merrill Lynch за бизнес с неполными лотами, а также вследствие того, что Нью-Йоркская фондовая биржа сама взяла на себя выполнение распоряжений с неполными лотами, даже мелкий инвестор смог получить дополнительные возможности при развертывании нового витка конкуренции на бирже.

Как изменилась роль мелкого вкладчика, владеющего неполными лотами, в общей картине бизнеса? Она одновременно и возросла, и уменьшилась. Из-за увеличения числа владельцев акций вообще абсолютное количество владельцев неполных лотов значительно увеличилось. Но относительное количество сделок с неполными лотами, выраженное в процентах от возрастающего общего числа сделок, постоянно уменьшалось.

В эпоху грандиозного подъема на рынке в 1929 году сделки с неполными лотами по стоимости составляли почти 20% объема торговли биржи. Двадцатью годами позже торговля неполными лотами составляла примерно 15%-16%. Но с тех пор наблюдается стойкая тенденция к снижению их уровня до 10% в 1968 году и менее 5% в 1974 году. К 1981 году объем таких сделок упал до 1.6%.

Глава 14

Ежемесячные и другие способы накопления

ДО января 1954 года существовало правило, в соответствии с которым нельзя было приобрести меньше одной акции, то есть акцию нельзя было дробить. Но именно в тот период фирмы-члены Нью-Йоркской фондовой биржи впервые ввели месячную инвестиционную программу (М.I.Р.), позволяющую приобретать и дробные части акции вплоть до десятитысячных долей. Понятно, что программа была разработана не для того, чтобы обеспечить инвестору право покупки части акции, а для предоставления людям возможности ежемесячно (или ежеквартально, в зависимости от их желания) вносить определенную сумму денег и приобретать на нее любые акции, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже, кроме тех, которые продаются только партиями по 10 акций.

Благодаря накоплению и систематическим инвестициям в М.I.Р. вкладчик может приобрести значительное количество акций какой-либо компании. Ему не приходится ждать, пока он накопит достаточно денег для покупки пяти или десяти акций.

Месячный инвестиционный план соответствует современному образу жизни, поскольку большинство американских семей предпочитает оплачивать свои счета и делать очередные взносы в рассрочку - ежемесячно.

М.I.Р. позволяет покупать акции на определенную сумму, вне зависимости от изменения их цены. Это все равно, что покупать бензин на 10 или 20 долларов, независимо от того, какова цена за 1 галлон.

В марте 1976 года было объявлено о том, что биржа прекращает финансовую поддержку месячных инвестиционных программ. Но многие фирмы-члены биржи продолжали предоставлять мелким инвесторам возможность покупать акции на базе М.I.Р. или других способов накопления. Например, компания Merrill Lynch предложи-

ла своим клиентам способ "создания пакета акций", основанный на принципах, близких к принципам М.I.Р. В начале 1982 года "создатели пакетов акций" имели более 400000 счетов, с которых регулярно производилась оплата купленных акций. Биржа отказалась от поддержки таких программ, поскольку больше не хотела управлять этим бизнесом, что ей пришлось бы делать после приобретения фирмы Carlisle DeCoppet & Co. А эта фирма, занимавшаяся операциями с неполными лотами, осуществляла 17000 М.I.Р.-программ для ряда мелких брокерских фирм. Хотя бизнес Carlisle DeCoppet составлял всего 5% от общего объема М.I.Р.-бизнеса, все-таки это была тяжелая обязанность, которую биржа не хотела выполнять. Итак, она отреклась от своего собственного изобретения.

Согласно программам типа М.I.Р., покупатель подписывает с фирмой-членом биржи или с самой биржей "контракт", представляющий собой нечто большее, чем декларация о намерениях. По контракту покупатель соглашается накапливать определенный вид зарегистрированных на бирже акций и вкладывать ежемесячно или ежеквартально определенную сумму денег в приобретение этих акций.

Поскольку М.I.Р.-контракты могут быть расторгнуты покупателем в любое время и составлены таким образом, что в случае пропуска платежа с него не взыщут неустойку, то их ни в каком смысле нельзя назвать обременительными или обязательными.

Такая программа работает следующим образом. Допустим, вы хотите покупать акции Rod & Reel на сумму 50 долларов в месяц. Ваш брокер получает в качестве комиссионного вознаграждения определенный процент с каждого платежа. А на остаток (после вычета комиссионного сбора) маклер, ведающий управлением М.I.Р., покупает то количество акций (выражающееся и целыми, и дробными числами), какое можно приобрести на эту сумму по цене, преобладающей на рынке на следующий день после внесения платежа.

При расторжении М.I.Р.-контракта покупатель получает документ на то количество целых акций, которое он успел приобрести. Остаток, выражающийся дробным

числом, продается на рынке по преобладающей цене, и выручка от этой продажи передается покупателю. Брокер может получить маленькое дополнительное вознаграждение за остаток, составляющий меньше 100 акций.

Дивиденды назначаются и выплачиваются по всем акциям (включая и нецелые) с момента покупки первых акций. Эти дивиденды по мере поступления их к брокеру переводятся на счет клиента и могут автоматически присоединяться к сумме, предназначающейся для покупки новых акций. Это одна из характерных черт программы М.I.Р. Вкладчик может автоматически реинвестировать получаемые дивиденды в любые акции, которые можно приобрести через М.I.Р.

Мелкий инвестор всегда платит наивысший в процентном отношении комиссионный сбор. И хотя не бывает инвестора более мелкого, чем клиент М.I.Р., тем не менее многие брокеры с тех пор, как были отменены фиксированные комиссионные сборы, уменьшили плату за использование М.I.Р. С одной стороны, это было сделано для привлечения мелких инвесторов, а с другой - потому, что внедрение компьютерной техники позволило сократить расходы на операции по управлению такими сделками. Например, фирма Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith уменьшила комиссионные сборы на 25%. И все же многие клиенты М.I.Р. стараются накопить более крупную сумму за три месяца и купить акции раз в квартал, чтобы платить меньший комиссионный сбор за операции с более крупными суммами денег.

НЕЗАВИСИМО от размеров комиссионных сборов счета типа М.I.Р. хороши тем, что развивают навыки бережливости. И, конечно, регулярное приобретение одних и тех же акций обеспечивает защиту мелкого инвестора в случае снижения цены. Если при снижении цены инвестор продолжает покупать акции на ту же сумму, то общая стоимость всех акций, которыми он владеет, снижается. Если же происходит повышение цены, то ему удается получить хорошую прибыль. При снижении цены он несет убытки, если начал распродавать свои акции по цене меньше той, по которой покупал их.

"Усреднение цены в долларах" - это покупка опреде-

нения рыночной цены акции или положения на рынке в целом. Этот способ является, пожалуй, одним из самых эффективных, поскольку рассчитан на долгие годы - производятся ли покупки на основе месячной инвестиционной программы или инвестор осуществляет их самостоятельно. Такая программа, хотя и не дает возможности получить прибыль даже при точном предвидении периодических колебаний рынка, все-таки концентрирует внимание на постоянном повышении доли участия в высоко котирующихся компаниях при приобретении их акций по усредненным ценам в течение некоторого времени. Терпеливый владелец качественных акций зачастую получает гораздо более высокую прибыль, чем тот, кто торгует акциями импульсивно, надеясь на удачу.

Весомым доводом в пользу М.I.Р. изначально послужил следующий план: в 1965 году несколько брокеров предложили использовать М.I.Р. как средство, с помощью которого зарегистрированные на бирже компании могли бы осуществить *план покупки акций сотрудниками компаний* - покупки на добровольной основе, предусматривающей вычитание определенных сумм из заработной платы. Сотни компаний объединили свои усилия с брокерами для выполнения этого плана. За короткое время десятки тысяч сотрудников стали владельцами акций тех компаний, в которых они работали.

В самой идее программы покупки акций сотрудниками - программы, спонсором которой является сама компания, нет ничего нового. Многие компании, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже, располагали такими акциями в той или иной форме. Но именно программы типа М.I.Р. имеют особую привлекательность для менеджеров, поскольку вся ответственность за осуществление программы ложится на брокеров. План весьма привлекателен и для сотрудников: они приобретают акции без уплаты комиссионных сборов, поскольку все расходы по покупке акций компания берет на себя. Также сотрудники практически избавлены от уплаты сборов за неполные лоты, ибо компания покупает

акции ежемесячно единым блоком.

В дополнение к программам автоматического приобретения акций для сотрудников компании, продающие свои акции на рынке, предложили собственные программы реинвестирования дивидендов (Dividend Reinvestment Plans - D.R.P.). Согласно этим программам дивиденды, выплачиваемые по акциям компании, автоматически используются для покупки дополнительных акций для их владельца, а не выплачиваются ему наличными деньгами. Некоторые компании предлагают даже 5%-ную скидку от рыночной цены для акций, которые продаются через D.R.P.

Чаще всего спонсорами программ по реинвестированию дивидендов становятся предприятия коммунального хозяйства. Закон о налогах от 1981 года способствовал росту популярности этих программ среди инвесторов. В нем оговорено, что каждый может исключить из облагаемого налогом дохода до 750 долларов (1500 долларов, если это общий доход семьи) сумму, полученную по дивидендам акций предприятий коммунального хозяйства, если они были реинвестированы в те же акции через D.R.P. Но для того, чтобы налоги не взимались, акции должны находиться у владельца не меньше года. Если их продать по истечении года, то налоги взимаются как в случае дохода от прироста капитала.

Некоторые банки также вводят в действие программы накопления или варианты планов типа M.I.P. для своих клиентов. Например, Chase Manhattan Bank предлагает план автоматического инвестирования в акции (Automatic Stock Investment Plan), согласно которому вкладчики могут заключить договор об автоматическом ежемесячном перечислении средств с их счетов для покупки акций одного или нескольких видов. Затем банк объединяет суммы, предназначенные для покупки каждого определенного вида акций, совершает оптовые закупки и делит акции пропорционально внесенным платежам. Способы накопления акций в других банках в основном такие же.

С момента вступления в силу закона о пенсионной реформе от 1974 года (Pension Reform Act) и закона о налогах от 1981 года "программа" Кьоу о налогах на пенсион-

ные накопления (Keogh TahShelter Retirement Plan) и индивидуальные пенсионные счета (Individual Retirement Accounts - I.R.A.) стали весьма популярны. "Программа" Кьоу позволяет тем, кто занят собственным бизнесом, отсрочить выплату 15% налогов с получаемых доходов, если их сумма не превышает 15000 долларов в год. А "программа" I.R.A. дает возможность людям, получающим заработную плату, отсрочить уплату налогов с суммы 2000 долларов в год, если они уже принимают участие в других пенсионных программах. Подоходный налог на эти деньги, вложенные в программу Кьоу или I.R.A., а также налоги на доходы от прироста капитала и на доходы от дивидендов откладываются до выхода вкладчика на пенсию. Вероятнее всего, к тому времени он как налогоплательщик будет котироваться существенно ниже, чем в годы активности. И на все накопленные деньги он будет платить более низкую ставку налога, чем платил бы во времена, когда их зарабатывал. Основная концепция программ Кьоу и I.R.A. - отложить уплату налогов на максимально возможный срок.

Возникновение специальных программ накопления и других регулярных инвестиционных планов свидетельствует о желании вкладчиков платить хорошие деньги за оказание новых специальных брокерских услуг, предлагаемых в комплексной форме. Притягательность таких программ заключается в том, что операции по ним автоматизированы, а плата минимальна.

Многие из тех, кто вкладывал деньги в М.I.Р. стали постоянными клиентами брокерских фирм: они научились регулярно накапливать определенные суммы денег, с которыми можно пойти к брокеру и отдать распоряжение о покупке неполного лота. Но другие - и их тоже немало - отошли от бизнеса. Они перестали вносить платежи в М.I.Р., потому что к этому их никто не принуждал ни прямо, ни косвенно.

Если реализация программ М.I.Р. вызвала разочарование, то причины этого найти нетрудно. В то время, когда появились эти программы, рынок находился на подъеме и был очень активным. Представители брокеров на рынке в основном занимались обслуживанием своих

постоянных клиентов и уделяли мало времени почти благотворительной работе по обслуживанию М.I.Р. Не будет преувеличением сказать, что акции М.I.Р. редко продаются брокерами. Чаще они приобретаются клиентами без посредников.

Существует и другое объяснение тому, что брокеры не хотят заниматься М.I.Р. Многим из них кажется, что не совсем справедливо навязывать более высокие проценты комиссионных сборов инвесторам, в меньшей степени способным их оплачивать. На это можно возразить, что высокий комиссионный сбор вполне оправдан, поскольку следует платить должную цену за то, что тебя учат экономить. Нужно принять во внимание высокие процентные ставки, взимающиеся с закладных (в 1981-1982 годах они достигали 20%). Повлияли и высокие проценты, взимаемые брокерами за ссуду под ценные бумаги на покупку их в рассрочку. Человеку, который в жизни плывет по течению, приходится платить за это двойную цену.

Другие биржи в Америке и Канаде

ДРУГИЕ фондовые биржи, зарегистрированные в Соединенных Штатах Америки, функционируют в основном так же, как и Нью-Йоркская фондовая биржа, хотя существуют некоторые различия в правилах, инструкциях и механике функционирования.

Около 80% объема всех сделок (в денежном выражении) до сих пор производится на Нью-Йоркской фондовой бирже, которую сокращенно называют Большая биржа, или Большой Совет. К январю 1982 года на ней было зарегистрировано 2200 обычных и привилегированных акций. И все-таки за последние годы другие фондовые биржи неуклонно повышали долю своего участия в бизнесе. 26 лет назад на Нью-Йоркской фондовой бирже производилось 85% от общего объема сделок.

Американская фондовая биржа (American Stock Exchange, Amex - Амэкс) в течение многих лет была второй по величине фондовой биржей страны. На ней представлено 918 компаний и заключается примерно восьмая часть от числа сделок, проходящих через Нью-Йоркскую фондовую биржу. Но поскольку средняя цена зарегистрированных на ней акций значительно ниже, объем ее сделок составляет примерно десятую часть от общего объема торговли, выраженного в долларах.

Правильно это или ошибочно, но Американскую фондовую биржу долгое время рассматривали как подготовительный класс, в котором надо было пройти обучение, прежде чем переходить на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Многие крупные компании - General Motors или Standard Oil - начинали свой путь на Американской фондовой бирже. Другие - не менее известные - компании: Hormel, Horn & Hardart и Prentice-Hall - остались ей верны.

До 1953 года Амэкс была известна как Нью-Йоркская каменная биржа (New York Curb Exchange). Это название она получила потому, что вначале на ней действительно продавался строительный камень. Сначала она находилась на Уолл Стрит и Хановер Стрит в Нью-Йорк Сити, а затем на Броад Стрит. До 1921 года торговля происходила на улице, а затем была перенесена в помещение. И деловая часть города лишилась ежедневного колоритного спектакля, так как переговоры при заключении сделок чаще всего велись с помощью знаков. Брокеры, находившиеся на улице, получали приказы от клерков, которые, стоя на подоконниках своих оффисов (расположенных в домах, прилегающих к Броад Стрит), привлекали внимание брокеров криками или свистом. Еще сейчас "телефонные клерки", находясь в просторных помещениях биржи, оборудованной по последнему слову техники, и даже более современно, чем Нью-Йоркская фондовая биржа, передают приказы брокерам с помощью определенных знаков, подаваемых руками.

На Американской фондовой бирже представлены все главные национальные брокерские фирмы, а всего в ее состав входит 661 фирма. С

ростом деловой активности в шестидесятые годы цены за место на бирже неуклонно повышались, достигнув рекордного уровня в 350000 долларов в 1969 году. Но из-за спада на рынке, потрясшего до основания Американскую фондовую биржу, так же, как и другие биржи страны, цены за место упали до 27000 долларов - самого низкого уровня с 1958 года. Но к 1982 году цена за место на Амэкс достигла 250000 долларов.

Две эти биржи, расположенные в Нью-Йорке, работают практически в одном ключе. На Американской фондовой бирже операции с неполными лотами находятся в ведении специалистов, как это теперь принято и на Нью-Йоркской фондовой бирже: там нет брокеров по операциям с неполными лотами. Дифференциал за неполные лоты взимался на Амэкс до января 1976 года - до того времени, когда фирма Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith предложила новую систему уплаты комиссионных сборов за осуществление сделок с неполными лотами. Американская фондовая биржа тоже решила вступить в конкурентную борьбу и ввела те же процентные ставки за услуги, что и Merrill Lynch. Если вы хотите отдать через своего брокера распоряжение о неполном лоте на Амэкс, которое должно быть выполнено при открытии биржи на следующий день, то оно будет реализовано по цене, зафиксированной в первой сделке с полным лотом таких же акций, как у вас, причем дифференциал за неполный лот не взыскивается. Если вы отдаете распоряжение с немедленной реализацией в течение торгового дня, оно будет выполнено по цене покупателя, зарегистрированной в записной книжке маклера при продаже акций,или по цене продавца, если вы их покупаете. Уплатив дифференциал в размере 1/8 пункта за неполный лот, вы получаете возможность реализовать свой приказ по той цене, которая устанавливается на бирже во время следующей сделки с полным лотом. За выполнение ограниченного распоряжения по оговоренной цене вам также придется платить 1/8 пункта дифференциала. Но поскольку на Американской фондовой бирже средняя цена акций существенно ниже, чем на Нью-Йоркской, то большая часть покупателей предпочитает оперировать полными лотами акций и лишь немногие отдают распоряжения о неполных лотах. Именно с Американской фондовой биржей связан громкий скандал, возникший из-за финансовых махинаций двух маклеров и затронувший всю систему контроля за рынком, находящуюся в ведении Комиссии по ценным бумагам и биржам. Это стало причиной появления в 1964 году нового законодательства о ценных бумагах. И все же необходимо отметить, что Амэкс гораздо раньше Нью-Йоркской фондовой биржи признала необходимость наведения строгого порядка в делах и подчинения стандартам S.E.C., касающимся управления и саморегуляции. Такие реформы были осуществлены на Американской фондовой бирже в 1963 году и явились частью программы по ее полной реорганизации.

Американская фондовая биржа гораздо раньше пришла к мысли о необходимости автоматизации всех процедур и о максимально возможном использовании компьютерной техники. Здесь же впервые была внедрена техника по проверке акций и установлено электронное оборудование для ускорения процесса передачи информации из операционного зала на тикер. К тому же на Амэкс на месяц раньше, чем на Нью-Йоркской фондовой бирже был рассчитан средний рыночный курс. Это

ценными бумагами, выпущенными Государственным казначейством Соединенных Штатов.

Скорее в интересах сотрудничества, а не для обострения конкуренции, две эти крупнейшие биржи объявили в 1969 году об объединении многих своих ключевых служб и компьютерных сетей. Они не только слили свои расчетные (клиринговые) системы, но и установили в операционных залах обеих бирж единые автоматизированные системы, самостоятельная разработка которых обошлась бы каждой из сторон в 5 миллионов долларов.

В итоге все совместные усилия привели к предложению о слиянии Нью-Йоркской и Американской бирж в единое целое. В 1970 году необходимость объединения стала осознаваться как первоочередная цель. Хотя ни та, ни другая биржа не проявляли особого энтузиазма по поводу полного слияния, все-таки в 1972 году ими была создана Корпорация по автоматизации индустрии ценных бумаг (Securities Industry Automation Corporation), усилившая технические возможности обеих бирж. Биржи дали согласие на дальнейшее объединение. Тем не менее, в июле 1975 года после того, как Совет директоров Амэкс единогласно проголосовал против, этой идее был подписан смертный приговор. Но вполне возможно, что когда-нибудь она вновь воскреснет.

Третьей по величине фондовой биржей Америки является фондовая биржа Среднего Запада (Midwest Stock Exchange), основанная в 1949 году, когда Чикагская фондовая биржа предприняла попытку объединения с биржами Кливленда, Сент-Луиса и Миннеаполиса - Сен-Поля.

Можно назвать еще несколько *региональных фондовых бирж*: Тихоокеанская фондовая биржа с штаб-квартирами в Лос-Анджелесе и Сан-Франциско; Филадельфийская фондовая биржа, выделившаяся в 1974 году из Юго-Восточной фондовой биржи в Майами, а также биржи в Бостоне, Цинциннати, Солт Лэйк Сити (Intermountain Stock Exchange) и Спокэне.

Все эти биржи зарегистрированы в Комиссии по ценным бумагам и биржам: S.E.C. одобрила их правила и инструкции, признав их достаточными для того, чтобы любой из членов биржи имел возможность выполнить возложенные на него обязанности, не ущемляя при этом интересов клиентов.

Региональные биржи возникали из-за необходимости обеспечить продажи акций местных компаний. Но по мере того, как эти компании росли, богатели и добивались солидной репутации на национальном рынке, многие из них начинали подумывать о том, что неплохо было бы зарегистрировать свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже, крупнейшем национальном рынке ценных бумаг. По мере того как Большая биржа преуспевала в привлечении новых выпусков в Нью-Йорк, региональные биржи слабели.

Но в последние годы ситуация несколько изменилась. Региональным биржам удалось взять на себя часть операций Большой биржи. Они име-

ют право продавать многие из ценных бумаг, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже. В последние годы объем продаж таких ценных бумаг достиг 75- 85% от объема всех сделок. И количество их увеличивается с каждым днем. Соответственно уменьшается объем сделок с выпусками, которые имеют местное или региональное значение.

Региональные биржи, стараясь привлечь внимание фирм, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, добиваются соглашения о регистрации их акций еще на одной или нескольких биржах. Если компания не хочет брать на себя расходы по такому *двойному листингу*, региональные биржи стараются уладить дело таким образом, чтобы можно было торговать ценными бумагами этих компаний без формального допуска на конкретную фондовую биржу. Такого рода соглашения должны быть одобрены Комиссией по ценным бумагам и биржам. Если учесть постоянное стремление S.E.C. разрушить монополию Большой биржи на торговлю ценными бумагами, нетрудно догадаться, что добиться такого разрешения не составляет большого труда.

Сейчас можно купить или продать более половины всех акций, зарегистрированных на Большой бирже, а также на одной или нескольких региональных биржах. В основном это наиболее популярные акции, сделки по которым составляют более 80% от общего объема сделок на Большой бирже. Однако Американская фондовая биржа не имеет возможности получить свою долю от этого "золотого дна" двойной торговли, так как по правилам S.E.C. одни и те же акции не могут продаваться на разных биржах, расположенных в одном городе.

Причины значительного оживления торговли на региональных биржах акциями, зарегистрированными на Нью-Йоркской фондовой бирже, заставляют вспомнить старое Правило 394 - то самое правило, которое в течение долгих лет запрещало фирмам-членам биржи делить комиссионные сборы с не членами биржи.

Раньше, если дилер по операциям с ценными бумагами, не являвшийся членом Большой биржи, получал распоряжение о купле- продаже большого блока акций, зарегистрированных на N.Y.S.E., то он старался устроить дело так, чтобы это распоряжение было выполнено на региональной бирже фирмой - членом и Нью-Йоркской, и региональной фондовых бирж. Эта фирма должна была найти вторую сторону для заключения сделки: покупателя на весь блок акций, если было дано распоряжение о продаже, или продавца, чтобы выполнить приказ о покупке. Дилер, не являвшийся членом Большой биржи, и фирма-член биржи делили комиссионные и расставались, довольные друг другом. А интересы Нью-Йоркской фондовой биржи оказывались ущемленными.

В 1965 году после принятия поправки к Правилу 394, разрешавшей фирмам-членам Большой биржи вести дела с не-членами биржи, казалось, что тот бизнес, который велся на Нью-Йоркской фондовой бирже от лица региональных бирж, совсем зачахнет. Но этого не произошло. По Закону о ценных бумагах, принятому в 1975 году, и Большой, и всем остальным биржам было предписано отменить правила, ограничивавшие внебиржевую торговлю членов биржи.

Хотя Большая биржа предлагала смягчить Правило 394 и тем самым предотвратить принятие более радикальных проектов S.E.C., Комиссия не приняла эти поправки. Последний срок был назначен на 1 апреля 1976 года - начиная с этого дня, любая фирма-член биржи могла выпол-

нять распоряжение клиента о покупке или продаже акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, там, где она пожелает: на внебиржевом рынке, на региональной бирже или на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Надо также отметить, что угроза конкуренции для Нью-Йоркской фондовой биржи исходит не только от национальных региональных бирж, но и от бирж северного соседа - Канады. Великий подъем, начавшийся там после II мировой войны, способствовал пробуждению всемирного интереса к акциям, зарегистрированным в Канаде.

Самой крупной из пяти канадских бирж до сих пор является фондовая биржа в Торонто. С точки зрения объемов торговли этой биржи, выраженных в долларах, на ней заключается вдвое больше сделок, чем на всех остальных биржах страны вместе взятых. Почти в 30% заключаемых сделок фигурируют ценные бумаги, зарегистрированные на других фондовых биржах Канады. В 1984 году фондовая биржа в Торонто заняла четвертое место среди всех североамериканских бирж по объему заключенных сделок, выраженному в долларах.

Другие канадские биржи расположены в Монреале, Калгари, Ванкувере и Виннипеге. В западной Канаде самым большим спросом пользуются акции нефтяных и угольных компаний, тогда как на более "благонадежном" рынке Монреаля предпочитают индустриальные акции.

В основном продажа акций на канадских биржах происходит так же, как и в США. Но есть несколько существенных различий.

Во-первых, торговля в операционном зале в Канаде не является привилегией брокеров - членов биржи. На бирже в Торонто официально зарегистрированные брокеры, не являющиеся членами биржи, имеют право получать свою долю комиссионных сборов. Также есть большая разница в размерах партий ценных бумаг, являющихся единицами торговли. На фондовой бирже в Торонто акции, продаваемые по цене менее 10 центов за акцию, и акции, продаваемые по цене от 10 центов до 1 доллара за акцию, объединяются в лоты по 1000 и 500 акций соответственно. Если цена акции составляет от 1 до 100 долларов, то в полном лоте содержится 100 акций. Акции, которые стоят более 100 долларов каждая, продаются партиями по 10 акций. Эти различные единицы торговли акциями называются *лотами* в отличие от американских *полных лотов*.

В Канаде минимальное разрешенное изменение цены составляет не 1/8 пункта (12.5 центов), как на Нью-Йоркской фондовой бирже. Для акций, которые стоят дешевле 50 центов, минимальная разница составляет 1/2 цента; если акции стоят от 50 центов до 3 долларов - 1 цент, от 3 до 5 долларов - 5 центов, а выше 5 долларов - 12.5 центов.

Торговля неполными лотами также разрешена на бирже в Торонто, но здесь они называются *сломанными лотами*. Считается ли распоряжение приказом о биржевом лоте или о сломанном лоте зависит от того, сколько акций входит в биржевой лот в данном конкретном случае.

Если брокеру поручено продать сломанный лот, он не может обратиться за помощью ни к маклеру-специалисту, ни к брокеру по операциям с неполными лотами, поскольку на бирже в Торонто их не существует. В этом случае он идет к зарегистрированному маклеру (ближайший смысловой эквивалент маклера-специалиста). Зарегистри-

рованный маклер несет ответственность за обеспечение торговли определенными акциями. Брокер, имеющий на руках распоряжение о сломанном лоте, может поручить выполнение этого распоряжения зарегистрированному маклеру. Если распоряжение касается покупки акций, он должен продать их по текущей котировке плюс вознаграждение. Если это приказ о продаже, маклер должен купить их, но ему разрешается покупка со скидкой относительно текущей цены.

В Канаде не существует национального агентства по регулированию бизнеса ценных бумаг наподобие S.E.C. в США. В каждой провинции есть своя комиссия. Контроль, осуществляемый данными комиссиями над бизнесом ценных бумаг, трудно назвать слишком суровым. Вследствие этого в Канаде в течение многих лет процветали *операции по "агрессивной реализации"*, предметом которых часто становились сомнительные акции нефтяных и угольных компаний, в течение многих лет считавшиеся в Канаде процветающими. Обычно тот, кто старается продать такие акции, предлагает возможному покупателю, не подозревающему никакого подвоха, "главный шанс в его жизни": приобрести акции по цене ниже той, по которой планируется продажа их широкой публике.

Такой торговый агент постарается надавить на возможного клиента всеми возможными способами, звоня ему по междугородному телефону, убеждая в том, что он должен "принять решение немедленно", если хочет быть в числе первых, кому повезет. Он может бойко цитировать "отчеты специалистов" о ценности запасов минералов или предполагаемой площади нефтяного месторождения, которую собирается осваивать компания. Предполагаемому покупателю вряд ли предоставится возможность достать копию такого отчета, а тем более проспект об этом выпуске акций. Но преуспеет или нет эта компания в реализации своего рискованного предприятия зачастую зависит от того, скольким бедолагам торговый агент ухитрится навязать акции.

Многие из этих, так называемых "агрессивных реализаций", появились в штате Онтарио, а охота за перспективными покупателями велась в Бостоне, Нью-Йорке и других крупных западных городах. Но такого рода махинациям пришел конец после принятия законов о ценных бумагах штата Онтарио в 1966 и 1970 годах. Они были разработаны с учетом многочисленных жалоб, поступающих от обманутой публики.

Даже и сейчас не исключена вероятность того, что вам в один прекрасный момент предложат приобрести по выгодной цене блок акций какой-нибудь угольной компании "Мечты при Выкуривании Трубки". Если такое случится, прежде всего посоветуйтесь с опытным и знающим брокером. Не бойтесь оказаться в проигрыше, не дав немедленно своего согласия. Если эти акции стоят того, чтобы их купить, они будут так же хороши завтра, как и сегодня.

Глава 16

Как работает внебиржевой рынок

У вас есть возможность приобрести акции и облигации нескольких тысяч компаний на официально зарегистрированных биржах. Но как быть, если вы хотите приобрести или продать ценные бумаги десятков тысяч других компаний, существующих в Америке?

Где, например, вы могли бы приобрести акции компании Rod & Reel в те дни, когда она делала первые шаги в бизнесе и не могла даже мечтать о том, чтобы ее акции были признаны на какой-либо из бирж?

Вы смогли бы купить эти акции на *внебиржевом рынке*,, где торгуют ценными бумагами, не зарегистрированными на бирже. Этот рынок не локализован в каком-то определенном месте. Это вид бизнеса, иной способ покупки или продажи ценных бумаг по сравнению с торговлей ими на фондовой бирже. Интересы покупателя пересекаются с интересами продавца, но это происходит не в операционном зале биржи. Для этого используется огромная разветвленная сеть коммуникаций, связывающих тысячи фирм, осуществляющих операции по купле-продаже ценных бумаг.

Внебиржевому рынку трудно подобрать определение или описать его, поскольку заключаемые там сделки имеют между собой очень мало общего.

Вы можете, например, заключить сделку по покупке или продаже акций с дилером по операциям с ценными бумагами, который живет в маленьком городке, руководит брокерской конторой и является в ней единственным служащим. Можете также обратиться по этому вопросу в солидную брокерскую фирму, расположенную на Уолл Стрит и использующую возможности внебиржевого рынка для торговли крупными блоками акций по более низкой цене.

Можете купить на внебиржевом рынке как незарегист-

рированные акции, так и акции, регулярно продающиеся на Большой бирже или на Американской фондовой бирже, или на любой из региональных бирж.

Можете приобрести ценные бумаги, как те, что есть у дилера в хранилище, так и те, которых у него нет, и ему придется покупать их у другого дилера только для того, чтобы выполнить ваше распоряжение.

Вам придется заплатить за услуги комиссионный сбор, величина которого может быть или оговорена с дилером, или быть строго фиксированной. Вам могут предложить по два доллара высокоспекулятивные акции малоизвестной компании или акции таких надежных и знаменитых компаний, как Chubb Corporation, Tampax или U.S. Sugar. У вас есть и шанс приобрести с помощью *американского депозитного свидетельства* акции какой-нибудь широко известной зарубежной компании. Сертификат A.D.R. является свидетельством того, что акции определенной иностранной компании, приобретенные вами, депонированы на ваш счет в иностранном отделе Американского банка или в одном из банков-корреспондентов за рубежом. Такие сертификаты можно приобрести исключительно на внебиржевом рынке, поскольку лишь небольшое их количество зарегистрировано на биржах Америки.

Если вы захотите, то можете стать собственником первого выпуска акций новой компании типа Rod & Reel, поскольку любая из ныне существующих компаний тоже когда-то впервые предлагала свои акции на свободном рынке. А можно купить акции банка, который платит по ним дивиденды вот уже 190 лет, то есть на 50 лет дольше, чем любая из компаний, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, по своим ценным бумагам. Акции всех банков, за исключением самых главных, так же как и акции почти всех страховых компаний, имеют хождение только на внебиржевом рынке.

Наконец, объектом вашей внебиржевой сделки могут быть вовсе не акции. Более 99% всех американских правительственных облигаций, все муниципальные облигации и преобладающая часть промышленных облигаций продаются и покупаются не на биржах, а на внебиржевом рынке.

Иначе говоря, внебиржевой рынок предоставляет любые виды услуг каждому - невзирая на то, является ли он добропорядочным консервативным вкладчиком или оголтелым спекулянтом, хочет вложить в бизнес миллионы или всего несколько сотен долларов.

Несмотря на разнообразие заключаемых на внебиржевом рынке сделок, всем им свойственна одна особенность. Цена, называемая при заключении сделки, определяется не аукционным способом, как на любой фондовой бирже. К ней приходят путем переговоров между дилерами по операциям с ценными бумагами, а затем путем переговоров каждого из дилеров с клиентами.

Наверное, самой характерной чертой внебиржевой сделки является то, что в переговорах дилеров фигурирует так называемая нетто-цена. При торговле на такой основе не взимаются комиссионные сборы. Отсутствие комиссионных компенсируется тем, что дилер надеется извлечь прибыль, продав вам акции по более высокой цене, чем та, по которой он их купил, или купив их дешевле, чем он надеется их продать.

Представим, что компания Rod & Reel заинтересовала вас еще тогда, когда делала свои первые шаги в бизнесе. Вы решили, что было бы неплохо купить 50 ее акций. На внебиржевом рынке вы можете купить их столько, сколько вам заблагорассудится, здесь не существует таких понятий, как полный или неполный лот, то есть нет стандартных единиц торговли.

Может случиться так, что дилер по операциям с ценными бумагами, которому вы отдали распоряжение, продаст акции из собственного хранилища, недавно купленные у другого клиента. Он может назвать цену и совершить продажу немедленно.

В момент, когда вы сделали заявку на приобретение, текущие котировки этих акций могли составлять 18 долларов у покупателей и 18½ у продавцов. Ваш дилер может предложить ту же цену, то есть 18.50 долларов за 1 акцию. Но он может уступить их и дешевле, например, по 18.25 долларов, если хочет освободиться от них и особенно если он приобрел их дешевле - по 17.00 или по 17.50 за штуку.

Теперь представим себе, что у него нет таких акций. Ему придется покупать их у другого дилера для того, чтобы выполнить ваше распоряжение. Итак, он советуется с другим дилером и выясняет, что самая низкая цена, по которой он может купить эти акции, составляет 18.25 долларов. Это и есть цена для него, то есть та цена, которую один из дилеров называет другому. Такая цена называется *оптовой ценой,* или *ценой дилера*, иногда ее называют также *внутренней ценой*. Но это совсем не та цена, по которой он продаст вам эти акции. Та цена, называемая *розничной ценой*, может колебаться в пределах от 18.75 до 19.00 долларов за акцию, а может быть, и еще больше. Разница между суммой, которую ваш дилер заплатил другому за акции, и той, которую он взял с вас, составляет *дилерскую наценку*. Величина этой наценки и заменяет ему брокерское вознаграждение за совершение сделки.

Если вы не покупаете акции, а продаете их, то все происходит наоборот. Если ваш дилер знает, что 18¼ - наилучшая цена, по которой другой дилер купит у него эти акции, он предложит за них 17¾ или 17½. В данном случае общая сумма разницы будет называться *дилерской скидкой*.

Купив у вас акции, дилер может не продавать их, а поместить в свое хранилище. В этом случае говорят, что он занимает позиции по данной акции. Если затем он начинает активно торговать этими акциями, продавая и покупая их в значительных количествах, то говорят, что он создает рынок данных акций.

Разница в ценах, или разрыв между оптовой и розничной ценами, какой был в нашей сделке с акциями Rod & Reel, это и есть та величина при нетто-торговле не слишком широко известными на внебиржевом рынке дешевыми акциями. Если бы вам пришлось продавать или покупать одну из акций, которые пользуются спросом на рынке, то разрыв между оптовой и розничной ценой мог бы уменьшится до ¼ пункта для дешевых акций. Разница в котировках покупателя и продавца составила бы в этом случае не более ½ пункта.

Если внебиржевая акция, которую вы захотели ку-

пить или продать, неизвестна, или на рынке она не пользуется спросом, то на оптовом рынке разрыв может составить пункт или больше, а в розничной торговле разница между котировками покупателя и продавца может достигнуть нескольких пунктов.

Представьте, например, что вы, будучи в Нью-Йорке, решили избавиться от своих акций, выпущенных маленькой лесозаготовительной компанией в штате Орегон. Эта компания за пределами города, в котором она находится, никому неизвестна. Дилер, к которому вы обратитесь, попытается найти покупателя на акции, связавшись с другими дилерами, в основном в Нью-Йорке, где их больше всего. Затем он может попытать счастья в Чикаго, Сан-Франциско или Портланде, установив контакт по телефону или с помощью телетайпа с дилерами, находящимися в этих городах. Наконец, он телеграфирует или позвонит управляющим местными банками, чтобы получить у них информацию о возможных покупателях. Он может связаться с самой компанией и поинтересоваться, не желает ли фирма приобрести свои собственные акции. За оказание таких дополнительных услуг дилер, очевидно, имеет право на дополнительную прибыль.

Национальная Ассоциация дилеров по операциям с ценными бумагами долгое время придерживалась мнения, что дилерская наценка не должна превышать 5% при обычных сделках, не требующих особых усилий со стороны дилера, и при заключении которых он не подвергает риску свой капитал. Если котировки внутренних цен составляют 19 у покупателей и 20 у продавцов, то, отдав приказ о покупке, ваш дилер имеет право предложить цену на 5% выше, что в данном случае составляет целый пункт. Розничная цена, которую он назовет вам, будет составлять 21 доллар за акцию (20 долларов + 5%). Другой дилер может предложить вам розничную цену 20.50 долларов или 20.75 долларов. S.E.C. долгое время неодобрительно смотрела на эти 5%-ные наценки при безопасных сделках, сознавая, что клиент вправе потребовать, чтобы дилер назвал ему величину надбавки. В результате некоторые фирмы, занимающиеся ценными бумагами, называют точный размер надбавок в подтверждениях о

совершенных сделках, высылаемых ими своим клиентам.

Помните, что покупая у дилера акции по нетто-ценам, вы ведете с ним переговоры или, другими словами, вы торгуетесь с ним. Вы спрашиваете: "Сколько мне придется заплатить?" В свою очередь, дилер интересуется: "А сколько вы заплатите?" В этом случае он действует не как брокер или ваш агент, стараясь купить или продать что-либо по наилучшей цене и получая за это комиссионное вознаграждение. Он заключает с вами сделку как *участник договора.* Дилер не берет комиссионных за услуги, он рассчитывает извлечь прибыль, получив то, что вы ему заплатите.

Хотя большая часть внебиржевых сделок заключается на основе нетто-цен, существует возможность (особенно если вы имеете дело с одной из крупных национальных брокерских фирм), купить или продать внебиржевые ценные бумаги на *посреднической основе.* Действуя как ваш агент, брокер найдет наилучшую внутреннюю цену. Он продаст или купит акции по этой цене и получит в качестве вознаграждения комиссионные, как если бы он продавал или покупал акции на фондовой бирже. Комиссионное вознаграждение, которое вы ему заплатите в этом случае, обычно равно тому, которое он получил бы за покупку или продажу такого же количества акций по той же цене на бирже.

В крупных брокерских фирмах внебиржевым бизнесом обычно занимается особый *торговый отдел*, располагающийся в главном оффисе фирмы. Торговые представители фирмы, разбросанные по всей стране, могут выполнять распоряжения, касающиеся и зарегистрированных акций, и внебиржевых ценных бумаг. Большинство фирм, принимающих на себя обязанности как дилеров, так и брокеров, занимаются торговлей определенными внебиржевыми акциями. Их количество может исчисляться сотнями, если это крупная фирма. Если вы продаете или покупаете одну из таких акций, почти наверняка сделка будет заключена на основе нетто-цены. Если речь идет о другой внебиржевой акции, продажей которой дилер не занимается, то он, вероятнее всего, захочет действовать в качестве вашего агента или брокера при заключении сделки.

Покупая внебиржевые акции, вы можете поинтересоваться, действительно ли дилер нашел наилучшую возможную оптовую цену. В настоящее время есть возможность получить четкий и мгновенный ответ относительно любой из нескольких сотен наиболее популярных внебиржевых акций: нужно лишь воспользоваться автоматизированной системой, регистрирующей курсы акций. В конце шестидесятых годов такая система была разработана корпорацией Bunker Ramo совместно с Национальной Ассоциацией дилеров по операциям с ценными бумагами. N.A.S.D. представляет интересы более чем 4 тысяч дилеров на внебиржевом рынке и действует под руководством Комиссии по ценным бумагам и биржам.

До того, как была разработана и внедрена автоматическая система регистрации котировок Национальной Ассоциации дилеров по ценным бумагам (сокращенно NASDAQ), дилер не мог быть полностью уверен, что он получил наилучшую возможную цену за проданные или купленные акции. Не было никакой возможности следить за торговлей фирм по всей стране, занимающихся именно такими акциями и, тем более, быть в курсе текущих котировок этих акций. В лучшем случае он мог связаться с основными участниками внебиржевого рынка в Нью-Йорке или в Чикаго или даже в Сан-Франциско. Но в то же самое время какой-нибудь дилер из Атланты, Кливленда или Денвера мог осуществить такую же сделку более успешно.

Долгое время эту проблему в некоторой степени решало *Национальное бюро по котировкам.* Каждый день эта частная служба публикует на своих так называемых "розовых листках" оптовые цены более чем 10 тысяч внебиржевых акций и примерно 5 тысяч облигаций. Это те цены, по которым сотни дилеров продают и покупают различные ценные бумаги, заключая сделки между собой.

Дилер, желающий опубликовать свои котировки, сообщает о них ежедневно в полдень. Листки с котировками печатаются ночью и еще до открытия N.Y.S.E. можно ознакомиться с ними. Любой дилер, занимающий позиции на рынке определенной акции, стремиться быть в курсе дел на рынке этих акций, поэтому почти все круп-

нейшие дилеры страны являются подписчиками котировочных листков. Тем не менее при анализе внебиржевого рынка, который предшествовал принятию в 1964 году поправки к Закону о ценных бумагах, S.E.C. выражала свою озабоченность тем, каким образом дилеры используют, а точнее злоупотребляют котировочными листками.

S.E.C. хотела бы быть уверенной в том, что дилер отвечает за цены, которые он указывает в листках, а также в том, что они не используются для создания видимости рыночной активности. Если дилер объявляет цену, которую хотел бы заплатить за данную акцию, то потом он может отказаться купить акции, предложенные по объявленной цене, ссылаясь на то, что условия на рынке изменились и его больше не устраивает эта цена. Но если он вновь опубликует ту же цену на другой день, ему придется купить предложенные по этой цене акции. В противоположном случае на него может быть подана официальная жалоба.

При обсуждении в 1964 году проекта закона, Комиссия дала понять, что считает необходимым автоматизировать внебиржевой рынок. Требовалась компьютерная система, действующая в масштабах всей страны, обеспечивающая более точный и быстрый обмен информацией о ценах и состоянии рынка. Вот что послужило причиной появления на свет системы NASDAQ.

Вне всякого сомнения с помощью NASDAQ произошли революционные изменения во внебиржевом бизнесе. Она стала системой, связывающей всех дилеров, способной мгновенно предоставить информацию об оптовых ценах на акции всех дилеров, занимающихся торговлей важнейшими внебиржевыми акциями. NASDAQ устранила путаницу, возникавшую ранее из-за плохой работы телефонных линий. NASDAQ стал биржей нового типа, в которой компьютеры и новейшее электронное оборудование заменяют огромный операционный зал протяженностью более 3 тысяч миль. Главное же в том, что дилеры по операциям с ценными бумагами, работающие в 6 тысячах оффисов по всей стране, имеют к нему непосредственный доступ.

В начале своего существования система NASDAQ выдавала информацию о котировках покупателя и продавца для 2500 внебиржевых акций. Эта информация накапливается и по сей день. Но ни одна акция не может попасть в NASDAQ до тех пор, пока не будет продано по крайней мере 100 тысяч акций, число вкладчиков не достигнет 300, общая стоимость имущества компании не будет оцениваться в 1 миллион долларов, а нетто-активы не превысят 500 тысяч долларов.

В любое время в течение торгового дня дилер-участник внебиржевого рынка может ввести в компьютер, связанный с NASDAQ,цену, за которую он хочет купить определенные акции или продать их. Он может изменять эти котировки в течение торгового дня в соответствии с положением на рынке. Вся эта информация, состоящая из тысяч фрагментов, хранится в памяти NASDAQ.

NASDAQ предоставляет услуги на различных уровнях. На первом уровне пользователями системы являются торговые агенты, занимающиеся ценными бумагами и нуждающиеся в информации о котировках. Введя в компьютер алфавитный символ акции, торговый агент может узнать типичную цену покупателя и *типичную цену продавца* на эти акции. Данные высвечиваются на маленьком экране. Типичная цена покупателя - это среднее арифметическое всех оптовых цен, предложенных фирмами, занимающимися торговлей этими акциями. Если пять дилеров предлагают пять разных цен: 40, 40¼, 40½, 40¾ и 41, то типичная цена покупателя составит 40½. Если клиент считает, что его вполне устроит типичная цена, он может совершить покупку или продажу. Имея на руках распоряжение, торговый агент обращается ко второму уровню системы. Вновь набрав код акции, он узнает точные котировки пяти фирм, торгующих этими акциями. Названия этих фирм указаны на экране рядом с котировками. Количество фирм, занимающихся такой торговлей, должно быть меньше пяти, а если их больше, на экране появляется сигнал MOR. Нажав соответствующую клавишу, можно ознакомиться с котировками покупателей и продавцов других дилеров. Они располагаются в порядке уменьшения цены. Узнав, какая из фирм предлагает наи-

лучшую цену, агент связывается с ее представителем по телефону или посылает ему телеграмму и заключает сделку о покупке или продаже в обычном порядке. Расчет по всем сделкам, связанным с внебиржевыми ценными бумагами, производится через Национальную расчетную корпорацию (National Clearing Corporation - N.C.C.), которая подчиняется N.A.S.D. У N.C.C. есть филиалы в крупных городах, обслуживающие сотни фирм-членов расчетной корпорации.

N.A.S.D. не пытается диктовать разницу между ценами покупателя и продавца для какой бы то ни было акции. Эта разница определяется исключительно положением на рынке. Но автоматическая система котировок устроена таким образом, что, когда участник внебиржевого рынка вводит котировку покупателя и продавца, компьютер проверяет, не превышает ли разница между ними среднюю разницу, даваемую другими участниками рынка на этот вид ценных бумаг. Если в среднем разница составляет ½ пункта, а участник вводит котировки, отличающиеся на пункт или более, компьютер немедленно выдает предупреждение о том, что разница превышена. Сообщение об этом превышении передается по компьютерной сети в N.A.S.D., которая может затем применить дисциплинарные санкции против участника внебиржевого рынка.

Компания, акции которой включены в систему NASDAQ, должна быть зарегистрирована согласно Закону о ценных бумагах и биржах от 1934 года и обязана предоставлять регулярные отчеты о своей деятельности, как и любая зарегистрированная на бирже компания. Кроме того, по крайней мере два дилера должны постоянно поддерживать рынок этой акции. А каждый дилер должен иметь чистый капитал на сумму не менее 25 тысяч долларов или не менее, чем по 2500 долларов на каждый вид ценных бумаг, в отношении которых он зарегистрирован как участник внебиржевого рынка.

Став участником внебиржевого рынка определенных акций, дилер в любой момент должен быть готов к покупке или продаже их и объявлять через NASDAQ цены, по которым он согласен торговать.

После принятия закона от 1964 года, S.E.C. решила ежедневно публиковать в газетах самые точные и надежные котировки на внебиржевые акции. Сделано это было по инициативе NASDAQ. Внебиржевые котировки не являлись и сейчас не являются реальными ценами. Они лишь указывают диапазон цен, на которые может рассчитывать клиент, стремящийся продать или купить акции. До 1966 года котировки покупателей, предоставляемые газетам Национальной Ассоциацией дилеров по операциям с ценными бумагами, были достаточно надежными и точными. Но цены продавцов всегда были завышены на 4-5%, а иногда и больше. Например, акция, опубликованная котировка которой со стороны продавца была равна 21, в действительности могла быть приобретена за 20. Клиент, с которого запросили 20½ мог быть доволен, считая, что совершил выгодную покупку.

До определенного времени S.E.C. не замечала такой практики, но затем, после ожесточенной борьбы с мелкими дилерами в сфере внебиржевого бизнеса. Комиссия настояла на ежедневной публикации реальных котировок 2500 акций, торговля которыми производится на национальном и региональном рынках. В результате цены на внебиржевые акции, которые теперь публикуются в газетах, являются вполне надежными. В течение торгового дня NASDAQ передает для публикации списки типичных котировок покупателей и продавцов на все выпуски ценных бумаг, зарегистрированных в NASDAQ. В этих списках указываются также объемы сделок и изменения цен (если последние происходят) по сравнению с котировками в момент закрытия биржи накануне.

Цифры котировок и объемов торговли ценными бумагами, входящими в национальный список NASDAQ, насчитывающий примерно 1400 видов ценных бумаг, публикуются более чем в 200 различных газетах. Кроме того, более 130 местных комиссий по котировкам N.A.S.D. собирают сведения о ценных бумагах, представляющих интерес для местных инвесторов. Эти сведения публикуются в местной прессе, дополняя основные котировки NASDAQ. Система NASDAQ также вычисляет ряд рыночных показателей (индексов) и ведет статистиче-

ский учет торговых операций. Все эти данные предоставляются в распоряжение прессы, а также радио- и телестанций.

После принятия законов от 1964 и 1975 годов в дополнение к публикациям надежных оптовых котировок произошли и другие изменения во внебиржевой торговле. Самым важным из них было то, что компании, акции которых продаются и покупаются на внебиржевом рынке, теперь должны ежегодно предоставлять отчет Комиссии по ценным бумагам и биржам и своим вкладчикам, если капитал компании превышает 1 миллион долларов и если у них более 500 держателей акций. (Это не касается страховых компаний, за деятельностью которых следят комиссии по страхованию, имеющиеся в каждом штате.)

В перспективе S.E.C. думает о создании централизованного рынка ценных бумаг. Одним из первых шагов к нему стало бы создание общей системы котировок для торговли ценными бумагами, которая связала бы биржу и внебиржевой рынок. По требованию S.E.C. биржи отменили правила, прежде ограничивавшие использование информации о котировках акций. Тем самым, введенная в начале 1977 года совместная служба котировок стала энергично развиваться.

В течение долгих лет Комиссия по ценным бумагам и биржам внедряла в деятельность внебиржевого рынка большинство тех правил, которым подчиняются фондовые биржи и их члены. Было принято постановление о регулярной инспекции всех дилерских организаций службами N.A.S.D., уполномоченными проверять соответствие их деятельности всем правилам и инструкциям. Торговые агенты и дилеры фирм, принадлежащих и не принадлежащих к числу членов биржи, должны проходить строжайшие проверки. Над всеми публикациями, содержащими рекламную информацию или информацию, касающуюся торговли ценными бумагами, установлен контроль, не допускающий малейшего искажения фактов.

Принятый в 1964 году Закон о ценных бумагах предоставляет S.E.C. право приостанавливать торговлю любыми внебиржевыми акциями на 10 дней и тем самым она

имеет возможность контролировать так называемые "горячие выпуски" - ценные бумаги, пользующиеся большим спросом. Прежде эти внебиржевые акции, часто малоизвестные, быстро росли в цене, а затем стремительно дешевели, опускаясь до первоначальной цены или даже еще ниже, причем нельзя было обнаружить никаких явных махинаций с ценами. Чтобы избежать таких беспорядочных скачков цен, Комиссия по ценным бумагам и биржам стала использовать с 1966 года компьютерную технику, с помощью которой поддерживался порядок и предотвращались значительные убытки клиентов внебиржевого рынка. С помощью компьютерной системы проводится регулярный анализ положения дел на рынке. Она может в течение 90 минут проверить до 32 тысяч котировок. Она регулярно возвращается к 300-400 случаям подозрительных колебаний цен, к резким взлетам или падениям, указывая на необходимость более глубокого анализа этих фактов. В каждом случае компьютер указывает имя дилера, заключившего подозрительные сделки. Даже если при дальнейшем выяснении обстоятельств становится ясно, что были веские причины для такого развития цен, дилера берут на заметку. А затем его имя регулярно вводится в компьютер и все его сделки тщательно анализируются.

Несмотря на то, что в последнее время внебиржевая торговля все серьезнее регулируется, тем не менее термин "over-the-counter" - (внекассовая) вызывает у некоторых инвесторов ассоциацию с подозрительной торговлей из-под полы. Этот термин возник во времена колонизации, когда немногие из существовавших ценных бумаг продавались торговцами за одним прилавком с другими товарами. Но этот термин бессмертен, несмотря на упорные попытки заменить его каким-нибудь другим, например, "внебиржевой" (off-board или off-exchange).

Благодаря реформам S.E.C. и по мере того, как люди знакомятся с внебиржевым рынком и все больше доверяют ему, он все более процветает. Сейчас объем сделок (по количеству участвующих акций) приближается к трети объема торговли Большой биржи, но объем денежного оборота значительно ниже, чем на ней, так как на вне-

биржевом рынке в основном, продаются более дешевые акции.

Поскольку торговля на внебиржевом рынке производится на переговорной основе, а не на аукционной, как на Нью-Йоркской фондовой бирже, ежедневные колебания цен могут быть не так значительны. Но общие тенденции развития двух этих рынков совпадают.

Вниманию заинтересованных лиц, руководителей и специалистов всех уровней!

- Активно участвовать в приватизации
- Следить за состоянием рынка ценных бумаг в стране и за рубежом
- Прогнозировать развитие экономической ситуации
- Правильно выбрать сферу вложения капитала
- Уверенно действовать в сложной экономической обстановке

Вам поможет графическая компьютерная система

DATAGRAF

ЭТО аналитическое средство, не имеющее аналогов по мощности и компактности, позволяющее проводить оперативный анализ больших объемов информации, а также наглядно и доступно интерпретировать полученные результаты. **DataGraf** позволит Вам оперативно принять правильное решение!

На все интересующие Вас вопросы Вам ответят

Мартынов А.С. 423-13-01 (к. 5)

Артюхов В.В. 423-05-22

Глава 17

Инвестирование или зачем нужен брокер

ПРЕДСТАВЬТЕ, что наступило время, когда вы решили вложить часть своих сбережений в ценные бумаги. Как поступить в этом случае? С чего лучше начать?

Прежде всего, вы можете пойти в местный банк контору и посоветоваться со служащим, занимающимся кредитными и депозитными операциями. Ему наверняка известны несколько инвестиционных фирм, расположенных в вашей округе. Он знаком по меньшей мере с одним брокером в каждой из этих фирм. Но разговаривая,вы не должны забывать, что он заинтересован в сохранении ваших сбережений. Вряд ли он одобрит стремление заняться бизнесом ценных бумаг. Ему больше придется по вкусу, если вы положите эти деньги на свой счет или используете их каким-нибудь другим способом, но обязательно через банк. Он может предложить вам вложить деньги в местный бизнес, в недвижимость и прочее.

Большинство банкиров - это крайне консервативные люди. Такими они и должны быть по роду своей деятельности. Обычно, если речь заходит о вложении денег, принадлежащих банку, им приходится ограничиваться инвестированием в государственные и другие высококачественные облигации. Они могут плохо разбираться в акциях и потому опасаться их. Они могут не понимать, что интересы индивидуального инвестора значительно отличаются от интересов банка.

Все сказанное в полной мере можно отнести и к юристам. Чаще всего они бывают столь же консервативны - инвестиции для них ассоциируются только с ролью юристов в доверительных фондах, с теми, кто отвечает за управление состояниями и за их сохранность.

Куда еще вы можете обратиться за помощью, желая заняться бизнесом ценных бумаг?

Самым правильным решением будет обратиться к бро-

керу. Очевидно, он лучше других информирован в этой области и может дать наиболее квалифицированный совет. Это его работа. Если вы не знаете, к кому из брокеров обратиться, спросите у друзей или коллег. Если у вас нет желания посвящать их в свои дела, загляните в финансовый раздел ежедневной газеты, которую вы выписываете, или в Wall Street Journal, или в воскресную New York Times, где вы найдете многочисленные объявления брокерских фирм. Изучите их. Решите, какая фирма, по вашему мнению, ведет дела наилучшим образом и оказывает услуги, в которых вы нуждаетесь. Затем посетите эту фирму. Брать с собой рекомендательные письма не обязательно.

Но можно ли верить рекламным объявлениям? Это особый вид объявлений, в которых все преувеличено и преобладает превосходная степень. Но именно рекламе брокерской фирмы вы можете доверять гораздо больше, чем рекламе любых других услуг или товаров. Это же касается всей печатной продукции, позволяющей облегчить процесс торговли ценными бумагами. Рекламные объявления, а также информация о торговле практически всех фирм - членов биржи тщательно контролируются юридическим советником. Все такие публикации проверяются и биржей. Любая ошибка может повлечь за собой судебное разбирательство, а это дорого обойдется брокеру.

Анализ положения дел в сфере торговли ценными бумагами, проведенный в начале шестидесятых годов Комиссией по ценным бумагам и биржам, засвидетельствовал необходимость реформ. Биржа усилила контроль за рекламой и другими средствами информации, предложив жесткие стандарты, которым они должны соответствовать. Запрещались рекламные объявления, написанные многообещающе или чересчур восторженно, содержащие неоправданные похвалы, мнения, не подкрепленные фактами, прогнозы или предсказания, без указания на то, что это всего лишь оценки или мнение какого-то лица. Запрещалось давать рекомендации, кроме тех, которые с достаточными основаниями можно считать разумными, хвалиться успешностью данных ранее рекомендаций. Брокер всегда должен помнить об ответ-

ственности за помещение правдивой и полной информации о ценных бумагах, которые он рекомендует.

Вскоре после утверждения биржей этих стандартов Национальная ассоциация дилеров по операциям с ценными бумагами приняла свои инструкции для всех внебиржевых дилеров, входящих в нее. И биржа, и N.A.S.D. продолжали ужесточать свои требования, пересматривая существующие и добавляя новые.

По разным причинам люди не решаются обращаться к брокеру. Некоторые чувствуют смущение из-за того, что не могут позволить вложить в бизнес значительную сумму. Может быть, это будут несколько сотен долларов, а может быть, только 40 или 50 долларов в месяц, на которые они хотели бы приобрести ценные бумаги. Они боятся не заинтересовать брокера.

Может случиться и такое. Но крупнейшие брокерские фирмы ежегодно тратят миллионы долларов на рекламу, убеждая мелкого вкладчика, что они заинтересованы именно в нем и в том, чтобы помочь ему инвестировать его деньги самым разумным образом.

И все-таки люди продолжают колебаться. Некоторые представляют себе брокера этаким высокомерным типом, позволяющим себе тратить время только на Очень Важных Персон, крепко стоящих на ногах. Но это вовсе не так. Нет ничего исключительного в брокерском бизнесе сегодня.

Другая причина, которая заставляет людей воздерживаться от обращения к брокеру - профессиональный жаргон. Но теперь-то вы понимаете, что нет ничего таинственного в таких словах, как облигация акционерной компании или кумулятивная привилегированная акция. Конечно, это специальные слова и относятся они к весьма специфическому роду деятельности. Но нет особых трудностей в том, чтобы запомнить эти слова и понять, что они означают, если поставить такую цель.

Наконец, многие избегают брокеров, не доверяя им. Они боятся, что брокер продаст акции ненадежной компании. Такое случается время от времени. Никто этого и не отрицает. Может быть, это случилось с кем-нибудь из ваших знакомых или родственников: с вашим отцом, дя-

дей или с каким-нибудь еще.

Может ли это случиться сегодня? Да, МОЖЕТ. Потому что еще не изобретено такое правило или инструкция, которая могла бы гарантировать, что на рынке вы встретите исключительно милейших и честнейших людей. Редко, очень-очень редко, но вы все же можете столкнуться с настоящим артистом, которому понадобилось избавиться от определенных ценных бумаг. Он может вздуть на них цену, затем продать их вам, получив изрядную прибыль, и предоставить вам наблюдать, как цена на эти акции стремительно падает.

Редко, опять же очень редко, вам может продать такие акции по сильно завышенной цене безукоризненно честный, но слишком наивный или безответственный брокер, которого самого ввели в заблуждение слухи, всегда распространяемые подобным артистом. S.E.C. и биржа постоянно следят за тем, чтобы своевременно выявлять и пресекать ложные и вводящие в заблуждение слухи, чаще всего передающиеся в виде конфиденциальной информации о состоянии *курсов акций* на бирже. Это или один из способов манипулирования ценами, или настоящее мошенничество. Но, увы, брокеры, как и другие люди, могут попасться на удочку, прельстившись легким заработком.

Брокер может на вполне логичном и законном основании продавать определенные акции, потому что верит фирме, выпускающей их. Но даже если его фирма выступает в качестве одного из гарантов размещения данного выпуска акций, он вряд ли будет руководствоваться эгоистическими мотивами, продавая вам конкретную, а не какую-либо другую акцию. Единственное вознаграждение, которое он получит - это процент от комиссионного сбора, полагающегося фирме. И обычно не существует различий в размере комиссионного вознаграждения за продажу той или иной акции.

Конечно, если вы покупаете акции по нетто-цене, то есть внебиржевые акции, то вероятность того, что дилер продаст вам их с прибылью для себя гораздо выше.

Необходимо также учитывать возможность того, что на вашем пути попадется не слишком разборчивый в средствах брокер, который больше заинтересован в со-

здании за ваш счет иллюзии активности на рынке тех акций, которыми торгует. Качество сделки его может не интересовать. Для такого брокера не важно, что вы продаете и что покупаете, лишь бы делали вы это достаточно часто, ведь каждая сделка облагается комиссионным сбором. Такое "*сбивание масла*" нетрудно распознать. В этих случаях брокер обращается к своему клиенту, рекомендуя ему продать те акции, за покупку которых он ратовал не так давно. "Сбивание масла" в основном возникает в тех случаях, когда клиент открывает *дискреционный брокерский счет* - счет, по которому брокеру предоставляется доверенность на совершение операций от имени клиента.

Но такие злоупотребления происходят не часто. В мире мало видов бизнеса, в которых конкуренция играет такую огромную роль, как в американском бизнесе ценных бумаг. Любой брокер или дилер стремится найти клиентов и сохранить их надолго. В такой ситуации не остается места для дельцов, соблюдающих только свою выгоду и жертвующих ради этого интересами клиента.

Верьте, если хотите, Комиссии по ценным бумагам и биржам. Или верьте комиссии, следящей за соблюдением порядка на любой бирже. Или верьте в дух здоровой конкуренции.

Но верьте также и тому, что преобладающее большинство, занимающихся бизнесом ценных бумаг - это люди с честью и совестью, моральные и этические нормы которых так же высоки, как и в любой другой сфере деятельности.

Из всего вышесказанного можно сделать следующий вывод: начиная свой путь в бизнесе, безопаснее всего выбрать с помощью брокера фирмы, входящей в Нью-Йоркскую фондовую биржу, какую-нибудь акцию из зарегистрированных, затем внимательно изучить акцию и компанию, которая ее выпускает, и только после этого купить ее.

Если поблизости нет ни одной фирмы-члена биржи, вы можете совершить покупку и по почте. В этом случае вам следует потребовать копию прейскуранта на брокерские услуги и поинтересоваться возможными дополнительны-

ми сборами.

Вы также можете отдать распоряжение о покупке акций через любой банк страны или через любого дилера по операциям с ценными бумагами. Но возможно, что в этом случае вам придется платить дополнительный сбор. Он является вполне законным.

И, наконец, последний призыв к осторожности. Если какой-либо брокер или дилер пытается отговорить вас от покупки акций добропорядочной и процветающей компании и вместо них хочет всучить вам обычные акции какой-нибудь фирмы "Дикая Кошка и К°" или привилегированные акции компании "Мечты При Выкуривании Трубки", или нечто столь же сомнительное, наш вам совет - обратиться в другую брокерскую фирму.

Для того, чтобы помочь инвесторам защититься от давления прожженых торговцев подозрительными акциями, S.E.C. в сотрудничестве с торговыми фирмами и Бюро по улучшению бизнеса опубликовала руководство для вкладчика, в котором дается 10 следующих рекомендаций:

(1) Думайте, прежде чем покупать.
(2) Ведите дела только с теми фирмами, занимающимися операциями с ценными бумагами, репутация которых вам хорошо известна.
(3) Относитесь скептически к любым ценным бумагам, предлагаемым по телефону фирмой или торговцем, которого вы не знаете.
(4) Остерегайтесь покупать, когда на вас сильно давят.
(5) Не доверяйте обещаниям о резком взлете цены.
(6) Ясно представляйте себе как риск понести убытки, так и возможность получения прибыли.
(7) Доверяйте фактам. Не совершайте покупок на основании конфиденциальной информации о курсах ценных бумаг или слухов.
(8) Требуйте у лица, предлагающего ценные бумаги по телефону, предоставления вам письменной информации о корпорации, ее операциях, чистой прибыли, управлении, финансовом положении и видах на будущее.
(9) Если вам непонятна письменная информация, проконсультируйтесь у компетентного лица.
(10) Приобретая ценные бумаги, платите столько же, сколько и при покупке любого другого вида собственности.

Глава 18

Как вести дела с брокером

ИТАК, вы решили купить акции и идете к брокеру, в фирму, являющуюся членом Нью-Йоркской фондовой биржи, чтобы передать свое распоряжение.

Ну и что же дальше? На что похожа брокерская контора? Что вы должны сказать и что сделать? Как будет действовать брокер?

Массы людей ежедневно входят в брокерскую контору и выходят из нее. Многие из них интересуются рыночной деятельностью, другие приходят поглазеть, как на спектакль. Итак, если на вас не обращают никакого внимания, когда вы, наконец, решились войти, не считайте, что вами пренебрегают. Подойдите к первому попавшемуся человеку, который покажется вам сотрудником этой фирмы и скажите ему, что вам хотелось бы поговорить с кем-нибудь по поводу покупки акций. Может быть, этот человек отведет вас к менеджеру, который в свою очередь представит вас *зарегистрированному представителю*, с которым вы сможете более детально обсудить свои дела. Вполне возможно, что вы столкнетесь с самим управляющим и вас сразу же проводят к зарегистрированному представителю.

Кто это такой? В двадцатые годы таких называли "человек, обслуживающий клиента". Этот термин сегодня не в ходу, поскольку "люди, обслуживавшие клиентов," завоевали дурную репутацию. Эти бойкие дельцы работали весьма артистично, если речь шла о том, чтобы избавить от облигаций друзей по колледжу или приятелей по клубу. Нынешние зарегистрированные представители очень мало похожи на подобных типов.

Прежний "человек, обслуживающий клиента," в основном играл на рынке в свою пользу. Многие современные брокерские фирмы одобряют инвестиции своих служащих, но они неодобрительно смотрят на слишком

активную, направленную исключительно на личное обогащение, торговлю зарегистрированных представителей. Согласно правилам Нью-Йоркской фондовой биржи, любому служащему брокерской фирмы, за редким исключением, запрещено продавать и покупать ценные бумаги через любые другие фирмы кроме той, в которой он работает.

Многие клиенты называют зарегистрированного представителя "мой брокер". Хотя в действительности он не брокер. Это один из служащих брокерской фирмы и для них он является представителем брокера фирмы, работающего в операционном зале. Именно тот брокер, который работает в операционном зале, и будет выполнять ваши распоряжения на бирже. Слово "зарегистрированный" в словосочетании "зарегистрированный представитель" означает, что он получил официальное разрешение в S.E.C. и его кандидатура одобрена биржей, поскольку он зарекомендовал себя с положительной стороны и обладает всеми необходимыми знаниями об операциях в области бизнеса ценных бумаг. Ведь ему пришлось сдавать сложнейший экзамен специалистам Нью-Йоркской фондовой биржи. Национальная ассоциация дилеров по операциям с ценными бумагами проводит экзамен такого типа для внебиржевых дилеров.

Зарегистрированных представителей в некоторых фирмах называют еще *брокерами для клиентов*, или делопроизводителями, ведущими *счета клиентов*. Некоторые из них молоды. Другие стары. Некоторые демократы. Другие республиканцы. Есть мужчины. Есть и женщины. Есть такие, которые занимаются бизнесом в течение долгих лет. А других можно назвать новичками.

Эти новички заслуживают отдельного разговора. Само появление их в бизнесе ценных бумаг доказывает, насколько изменился сам бизнес. Со времени великой депрессии до конца второй мировой войны очень немногие из выпускников колледжей приходили работать на Уолл Стрит. Их привлекали более перспективные места в крупных корпорациях.

Многие из прежних "людей, обслуживающих клиентов", опирались в течение долгих лет исключительно на

свою репутацию. Карьера же их преемников более зависит от уровня образования. Чаще всего они имеют диплом об окончании какой-нибудь школы бизнеса при университете.

"Человеку, обслуживающему клиентов", занимавшемуся бизнесом давным-давно, редко приходилось заботиться о получении формальных знаний о бизнесе. Он приобретал их в процессе работы. Современному зарегистрированному представителю приходится корпеть над учебниками. Все они посещали специальные курсы при какой-нибудь фирме, проводя по восемь часов в день в течение нескольких месяцев на базовых занятиях по бухгалтерскому учету, экономике, финансовой деятельности компании и управлению методом оценки эффективности. Обучение каждого представителя стоит фирме-спонсору несколько тысяч долларов. И он должен приложить максимум усилий, чтобы преуспеть в учебе.

Зарегистрированный представитель является вашим брокером в том смысле, что это тот самый человек, с которым вы имеете дело, приходя в брокерскую фирму. Его обычно представляет вам управляющий конторы. Если его услуги покажутся недостаточными, вам надо всего лишь обратиться к менеджеру и он немедленно назначит другого служащего.

Если вам не нравится сама брокерская фирма, попытайте счастья в другой. Их существует множество: больших и маленьких, тех, которые предоставляют широкий спектр услуг и возможностей, и тех, которые специализируются на определенных видах ценных бумаг, например, только на муниципальных облигациях. Все они могут продавать и покупать для вас ценные бумаги. И в любой из них ваши поручения будут выполнены добросовестно.

Существует тип дельцов, которые принимая заказы на покупку акций, берут с вас деньги. Но не выполняют ваши распоряжения сразу, а прикарманивают деньги, рассчитывая в дальнейшем на возможность купить акции по более низкой цене и извлечь из вашего заказа прибыль для себя. Излишне говорить, что эта деятельность незаконна. В настоящее время таких случаев практически не бывает благодаря бдительному контролю со стороны Ко-

миссии по ценным бумагам и биржам и фондовой биржи.

Со своим зарегистрированным представителем вы можете быть предельно откровенными, поскольку все, что вы расскажете ему о состоянии своих дел, он обязан хранить в строжайшей тайне. Брокер никогда и никому не должен говорить о том, кто является его клиентом, и, тем более, о положении дел клиента.

Чем больше вы расскажете своему зарегистрированному представителю о своей финансовой ситуации: о доходах, расходах, сбережениях, страховых и любых других обязательствах, например, о выплатах по закладным или оплате за обучение, тем в большей степени он сможет помочь в разработке инвестиционной программы, направленной на удовлетворение ваших конкретных нужд.

Его работа заключается в предоставлении вам всей необходимой информации. Поэтому вы не должны стесняться задавать ему самые простейшие вопросы об инвестировании: о компании, о непонятных финансовых терминах или о том, каким образом происходит выполнение ваших поручений.

Но в то же время вы не должны забывать о том, что и у вас есть определенные обязанности по отношению к брокеру, точно так же, как у него есть обязанности по отношению к вам. Необходимо незамедлительно оплачивать все счета за приобретенные для вас ценные бумаги. Следует информировать его об изменении места жительства, а также о том, нужно ли передавать приобретенные и оплаченные вами ценные бумаги или они будут храниться у брокера и записаны на ваш счет. Не нужно вести с ним бесконечные телефонные переговоры во время торгового дня, заставляя его терять драгоценное время. Зарегистрированные представители - это торговые агенты и, как всякие торговые агенты, они зарабатывают себе на жизнь по телефону. Отдавая вашему брокеру распоряжение о покупке или продаже, убедитесь, что он правильно понял вас. Может показаться, что он уделяет чрезмерно много внимания разным мелочам, касающимся вашего приказа. Он это делает не только потому, что хочет услужить вам самым быстрым и эффективным образом, но и оттого, что цены за исправление ошибок растут, как и все остальные.

Вполне возможно, что фирма, в которой он работает, оштрафует его за любую ошибку, даже если эта ошибка произошла по вашей вине. Так что теперь фразу, которая произносится многие десятилетия во всех фирмах: "Поместите это на счет, с которого оплачиваются ошибки," - следует понимать так: "Взыщите эту сумму с зарегистрированного представителя."

Говоря сегодня о ленте тикера, мы имеем в виду совсем не то, что раньше, когда человека, решившего посетить своего торгового агента, можно было сравнить с пловцом, переплывающим Ла-Манш. Ему требовалось собрать все свое мужество, чтобы не утонуть в огромных ворохах бумаги, устилавшей весь Бродвей.

Бумажная лента тикера стала сходить со сцены более четверти века назад, когда в брокерских офисах обычными стали восьмифутовые экраны Транс Люкс. Данные о котировках печатались на целлофановой ленте и проецировались через линзу на экран, по которому перемещались справа налево. Брокеры, клиенты и праздная публика могли наблюдать за ходом дел на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах.

В конце шестидесятых Транс Люкс-экраны были заменены на электронные, на которых по черному полю двигались символы акций вместе с ценами на них. Эти электронные дисплеи давали немедленный и удобный доступ к любого рода информации о сделках, заключенных секунду назад. Эту информацию можно было получить, нажав всего несколько клавиш.

Вместе с бумажной лентой тикера ушел в прошлое старомодный термин "доска с котировками", на которой в прежние времена специальные клерки биржи писали мелом котировки различных акций по мере того, как информация о сделках приходила на тикер. Доска с котировками уступила место современной компьютерной *настольной модели котировочного устройства*.

Нажав всего несколько клавиш, зарегистрированный представитель может получить огромное количество информации о тысячах различных акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах, а также на ведущих региональных и канадских биржах, а также о сотнях лидирующих внебиржевых акций и об инвестиционных фондах открытого типа. В отношении большинства акций он тут же может получить следующие данные: о последней цене с указанием того, с повышением или с понижением прошла последняя продажа; котировки покупателей и продавцов, цены при открытии биржи и при закрытии ее накануне, самую высокую и самую низкую цену, объем торговли; прибыль, дивиденды и процент дохода, получаемого по одной акции; отношение цены к доходу и время заключения последней сделки. Некоторые модели могут также предоставить самую важную информацию об акциях или дать их краткую характеристику. На экран может быть выведена важнейшая информация о тенденциях рынка в целом. Некоторые модели снабжены печатающими устройствами.

С внедрением компьютеров и другой электронной техники, способной мгновенно предоставить любую информацию о рынке и ценах на тысячи акций, зарегистрированных и незарегистрированных, встал вопрос о разработке *консолидированной тикерной системы*, которая объединила бы все основные рынки.

При финансовой поддержке *Консолидированной ассоциации по биржевым сводкам*, в которую вошли все основные фондовые биржи, а также Национальная ассоциация дилеров по операциям с ценными бумагами, в июне 1975 года появилась консолидированная биржевая система. Она состоит из двух разделов: *сети А* и *сети Б*. На ленте А сообщается информация обо всех сделках, связанных с акциями, зарегистрированными на Большой бирже, включая и простые, и привилегированные акции, независимо от того, на какой бирже была заключена сделка. Когда сделка касается покупки или продажи акции, зарегистрированной на N.Y.S.E., на любой из бирж, входящих в консолидированную тикерную систему, или на внебиржевом рынке, то за символом акции на ленте А печатается знак "&" и знак, обозначающий место продажи: M - Midwest, P - Pacific, X - Philadelphia, B - Boston, T - Third Market, O - другие рынки, включая Instinet. Сделки с участием акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, производящиеся непосредственно на Большой бирже, не сопровождаются никакими знаками, поскольку эта биржа является первичным рынком по отношению к зарегистрированным на ней акциям.

Например, сделка, касающаяся продажи 1600 акций компании Ford Motor, которая была осуществлена на Третьем рынке по цене 22, будет отражена на верхней строке консолидированной тикерной ленты, где появятся буквы "F&T", сопровождаемые символом "1600S22", напечатанным ниже. Для того, чтобы обеспечить доступность информации о торговых операциях на Тихоокеанской фондовой бирже, которая продолжает работать еще полтора часа после закрытия Большой биржи, с акциями, зарегистрированными на N.Y.S.E., работа тикера продолжается до 17.30.

Ниже приведен для примера фрагмент ленты, на кото-

рой зафиксированы сделки с участием акций фирм Occidental Petroleum (N.Y.S.E.), Nothern States Power (Третий рынок), Fluor Corp. (Филадельфия), duPont (Мидвест) и Transamerica (Филадельфия).

QXY		NSP&T	FLR&P	DD&M	TA&P
3S77⁄8	4S7⁄8	47⁄8	391⁄8	1183⁄8	4S83⁄8

Поскольку все брокерские операции стали более рациональными и эффективными, то нетрудно мысленно перенестись в те времена, когда начнет функционировать централизованный рынок ценных бумаг, общенациональная расчетная палата и депозитная система. Традиционный биржевой зал может уйти в прошлое. Не будет котировочных досок, поскольку отпадет необходимость в них. Исчезнут котировочные машины, которыми уже сейчас во многих брокерских фирмах могут пользоваться сами клиенты, если им необходима последняя информация о ценах на акции.

Все эти и многие другие нововведения неизбежно изменят характер да и саму атмосферу брокерского оффиса.

Но более важными, чем внешние изменения, будут улучшения в качестве обслуживания. Любой брокер сможет предоставить своим клиентам мгновенную информацию о любой акции или о любом из рынков в целом, а, кроме того, точные данные о состоянии счета клиента.

Глава 19

Как открывается брокерский счет

КАЖДЫЙ новый клиент брокерской фирмы должен открыть в ней *счет* прежде, чем сможет покупать или продавать акции.

Открытие *кассового счета* в брокерской фирме очень похоже на оформление кредита по открытому счету в каком-либо магазине. Иными словами, это всего лишь открытие вашего кредита для подтверждения способности оплатить заказанные вами акции. На Нью-Йоркской фондовой бирже существует правило, известное больше под названием "Знай своего клиента", неукоснительного выполнения которого она требует от любого из своих членов. Если брокер не знает вашего финансового положения, то может потребовать сделать доверительный вклад при открытии счета. Но в большинстве случаев достаточно банковской референции.

Брокер должен быть уверен в вашей кредитоспособности: в момент помещения распоряжения о покупке акций, ни вы, ни ваш брокер и никто на свете не сможет точно сказать, во что вам обойдется эта сделка. Может быть, цена последней продажи была 18½ за акцию, но когда ваше распоряжение будет выполнено, даже если это случится всего через несколько минут, цена может подняться или снизиться. При совершении сделки брокер берет на себя ответственность по оплате приобретенной для вас партии акций и высылает вам счет. Этот счет должен быть оплачен в течение пяти дней, не считая суббот, воскресений или праздников.

Поскольку никто точно не знает, когда именно *открытый приказ*: ограниченный или стоп-приказ - будет выполнен, а клиент может находиться в отъезде в это время, брокер имеет право назначить срок платежа через семь рабочих дней после заключения сделки. Большая отсрочка может быть предоставлена только с санкции

биржи,так как нарушается "Правило Т" Совета управляющих федеральной резервной системы, ограничивающее все случаи кредита, который может быть предоставлен клиенту брокером или дилером для покупки ценных бумаг.

Когда речь идет о Ежемесячной программе капиталовложений, у брокера не возникает проблем с кредитом. Клиент вносит платежи до заключения сделки.

Вам все равно придется открыть счет, даже если ваша первая сделка - не покупка новых акций, а продажа тех, что у вас имеются. Брокерская фирма все-таки должна подчиняться правилу, установленному фондовой биржей, которое требует от брокера знания своего клиента. Установленный порядок открытия счета дает возможность брокеру убедиться, что те ценные бумаги, которые предлагаются для продажи, действительно принадлежат вам.

Например, облигация на предъявителя может быть продана любым лицом, владеющим ею в данный момент. Брокер не может быть уверен, что эти облигации не украдены. Даже в отношении именных облигаций или акций у брокера могут возникнуть сомнения. Скажем, облигации выписаны на имя Джона Смита, и Джон Смит пришел к брокеру продать их. Но если он никогда прежде не имел дела с этой брокерской фирмой, то может ли брокер быть до конца уверен, что это тот самый Джон Смит, имя которого указано на облигации?

Многие супружеские пары предпочитают иметь *совместные счета* у брокеров, точно так же, как они имеют совместные чековые счета в банке. Если один из них умирает, то другой может продавать ценные бумаги, не дожидаясь решения суда о наследстве. Такие счета могут быть также у людей, не связанных родством, но объединивших средства для ведения совместной инвестиционной деятельности. Это часто делается для того, чтобы сократить комиссионные выплаты по торговым операциям. Случается, что люди хотят открыть счета на имя своих детей или детей своих родственников. В прежние времена это было весьма щекотливой проблемой для брокера. Если в штате отсутствовало специальное законодательство,

6 Заказ 3182

разрешающее такого рода операции, то брокер серьезно рисковал, продавая акции на имя несовершеннолетнего. Ведь ребенок не несет формальной ответственности за свои действия и, достигнув совершеннолетия, может отказаться от сделки, а брокер не получит компенсации за убытки.

Начиная с 1955 года различные штаты начали принимать законы, позволяющие взрослому, действующему в этом случае в качестве опекуна (без решения суда), заключать сделки от имени ребенка. Такой опекун может приобретать акции в подарок ребенку. Он может продавать от его имени и собирать дивиденды на его счет. В 1961 году под неусыпным надзором Нью-Йоркской фондовой биржи и всего брокерского братства все 50 штатов приняли законы, разрешающие приобретать акции в подарок несовершеннолетним. Как и следовало ожидать, число владельцев акций среди несовершеннолетних стало возрастать гораздо быстрее, чем в других возрастных группах. В 1962 году малолетних владельцев акций насчитывалось 450 тысяч. К 1970 году их число превысило 2 миллиона 221 тысячу.

Конечно, родители и другие родственники всегда имели возможность приобретать акции для своих детей, создавая траст-фонды. Для этого необходимо было добиться решения суда, назначающего их официальными опекунами, и после этого можно было покупать акции для своих детей на вполне законном основании. Хотя это дорогостоящая и громоздкая процедура, но она позволяет некоторым состоятельным людям экономить некоторые суммы за счет уменьшения налоговых платежей. Все-таки родителям или другим родственникам гораздо проще покупать акции несовершеннолетним, используя существующие на этот счет законы разных штатов.

Если вы хотите открыть счет с маржей вместо или в дополнение к обычному кассовому счету, чтобы иметь возможность, покупая ценные бумаги, оплачивать только часть их стоимости, брокеру потребуются дополнительные гарантии вашей платежеспособности. Ведь когда вы оплачиваете только часть сделки, остаток приходится платить брокеру, и эта сумма представляет собой кредит, за который вы должны регулярно платить проценты. Открыв счет, кассовый, совместный или с маржей, вы можете покупать и продавать все, что угодно, отдавая распоряжения своему представителю по телефону, телеграфу или почтой. Примерно 90% приказов, составляющих бизнес брокера, приходят к нему по телефону.

Если вы живете за пределами Нью-Йорка и даете своему представителю, работающему в местном филиале брокерской фирмы,распоряжение по поводу акций, заре-

гистрированных на Большой бирже, то ваш приказ передается по телетайпу в главную контору фирмы в Нью-Йорке. Оттуда он передается в телефонное бюро, ближайшее к посту, где он будет выполнен так быстро, как только это возможно брокером, работающим в операционном зале. После этого брокер сообщает своему клерку в телефонном бюро о выполнении распоряжения и цене, по которой куплены акции. Эта информация немедленно передается вашему представителю и, следовательно, вам.

Вся операция может занять так мало времени, что вы в момент получения сообщения об осуществлении сделки можете не успеть отойти от телефона, продолжая разговор со своим представителем о других занимающих вас проблемах. Приказ о немедленной покупке или продаже акций, торговля которыми на бирже идет весьма активно, может дойти из Калифорнии в Нью-Йорк и вернуться обратно выполненным в течение одной минуты с учетом времени, необходимого брокеру для заключения сделки на бирже. Обычно на заключение сделки уходит около пяти минут. Но если вы покупаете акции, продажа которых идет недостаточно активно, или если торговля на рынке в этот день происходит слишком оживленно и брокеры завалены различными распоряжениями, то на выполнение приказа может уйти и больше времени.

Но в любом случае, ваш представитель должен сообщить, как только распоряжение будет выполнено. Даже если он не сможет дозвониться вам , в ближайшие один-два дня вы все равно узнаете, по какой цене заключена сделка, из официального *подтверждения* брокера о ее заключении.

Если вы купили акции, то вам пришлют счет. Если покупка является частью Ежемесячной программы капиталовложений, вы оплатили ее заранее.

Если вы продали свои акции, то в подтверждении будет указана цена сделки. Вся выручка будет автоматически перечислена на ваш счет до *даты расчета*, то есть не позднее, чем через пять рабочих дней после заключения сделки. При желании вы можете получить всю сумму в виде чека, попросив не перечислять вырученные деньги

на счет. Бывают особые обстоятельства, когда выручка от сделки выплачивается клиенту немедленно, не дожидаясь даты расчета. Но обычно брокеры крайне неохотно идут на это. В конце концов, они-то не получат своих денег до дня окончательного расчета от другого брокера, участвующего в сделке. Кроме того, расчеты до срока могут способствовать развитию среди не слишком щепетильных клиентов порочной практики покупки "на дармовщинку".

Такой клиент отдает приказ о приобретении акций у одного брокера и затем, если акции поднялись в цене до того, как ему необходимо заплатить, продает их, воспользовавшись услугами другого брокера. После этого он требует немедленного платежа, найдя какой-нибудь благовидный предлог: "Мою жену не хотят выпускать из больницы до тех пор, пока я не оплачу счет". Потом, используя выручку от этой продажи для оплаты первоначальной покупки, получает прибыль без какого-либо риска. Он разжился на дармовщинку. Если акции не поднимутся, а упадут в цене, он попытается отказаться от сделки ("Я просил не покупать, а продавать") или скроется, оставив брокера с носом. Это еще раз доказывает необходимость соблюдения правила биржи о том, что брокер должен знать своего клиента.

Если вы регулярно продаете свои акции с кассового счета, то должны знать, что они доставляются к брокеру. Если у него открыт ваш счет, то он осведомлен о том, какие акции у вас имеются, и будет продавать их по вашей просьбе, даже если у него в данный момент нет на руках самих сертификатов. Но вы должны предоставить ему сразу же после продажи все соответствующим образом оформленные документы, поскольку он, в свою очередь, обязан в течение пяти дней урегулировать вопросы с брокером, купившим акции.

Многие владельцы ценных бумаг предпочитают хранить их у своих брокеров. Если возникает необходимость продать эти бумаги, они оказываются под рукой у брокера. Учет ценных бумаг, находящихся на счету клиента, ведется так же, как его кассовый счет. Каждый месяц он получает отчет о том, какие ценные бумаги и какие средства находятся на его счету.

Брокер следит за выплатой дивидендов по хранящимся у него по акциям и облигациям и записывает их на кассовый счет клиента. Предоставляет также клиенту регулярные финансовые отчеты о деятельности тех компаний, акциями которых он владеет, о выполнении полномочий, переданных брокеру, а также официальные объявления обо всех собраниях, о дивидендах, о правилах подписки на акции, а также все другие материалы, по мере их поступления от отдельных компаний.

Акции каждого клиента могут храниться у брокера отдельно друг от друга, как это бывает, когда каждый хранит их в своем сейфе в банке. Но все-таки счета в отдельных сейфах доступны только тем, кто является обладателем большого числа ценных бумаг. Обычно брокер кладет ценные бумаги всех клиентов на свое имя и сам ведет учет того, какими именно ценными бумагами владеет каждый из его клиентов. Например, у него может храниться 100 тысяч акций U.S.Steel, принадлежащих двум или трем тысячам разных клиентов. Эти акции выдаются только на имя брокера. Но ежемесячно брокер должен посылать каждому клиенту сообщение о количестве, принадлежащих ему акций. Согласно федеральным законам акции, хранящиеся на счету самого клиента, должны хранится отдельно от акций, записанных на имя брокера. Есть одно большое преимущество хранения акций у брокера. Если вам вдруг вздумается продать какие-нибудь из них, то все, что необходимо сделать,- это позвонить брокеру и передать ему указания.

Но неужели хранить акции у брокера так же надежно, как держать деньги в банке?

Бесспорно, это гораздо выгоднее, чем заботиться о них самому, даже без учета размера оплаты сейфа для их хранения. Брокер решает все проблемы, связанные с абонированием сейфа, хранением, а также со страховкой. Вам не придется беспокоиться, что бумаги потеряют или положат не туда. И очевидно, что опасность пожара или кражи гораздо меньше, чем при хранении ценных бумаг дома или в офисе.

Брокер не может использовать ваши ценные бумаги в качестве залога, он не может их продать или дать взай-

мы без вашего специального распоряжения на этот счет. Эти ценные бумаги принадлежат только вам. *Проверки*, предпринимаемые время от времени Нью-Йоркской фондовой биржей, показывают, что брокеры добросовестно выполняют свои обязанности, учитывая каждую акцию, оставленную им на хранение, и каждый доллар на счету своих клиентов.

Для обеспечения платежеспособности биржа настаивает на том, чтобы каждая фирма, входящая в число ее членов, поддерживала значительный резервный капитал. Сумма задолженности клиентов брокерской фирме, в основном по счетам с маржей, не должна превышать капитал фирмы более чем в пятнадцать раз. Биржа даже может потребовать сокращения объема заключаемых сделок, если отношение долга клиентов фирме к ее чистому капиталу превышает 12 : 1. Если же это соотношение доходит до 10 : 1, то фирме запрещают расширять свою деятельность.

В 1970 году S.E.C. употребила все свое влияние для принятия этих законов и распространения сферы их действия на фирмы, не являющиеся членами биржи, для которых раньше существовал стандарт 20 : 1.

Но что если брокер терпит крах, несмотря на все правила и инструкции фондовой биржи и S.E.C.?

На этот вопрос можно ответить, что брокеры ни с того ни с сего не разоряются. Несмотря на катастрофу 1929 года, платежеспособность фирм-членов биржи за 50 лет составила 99%, что выше платежеспособности национальных банков.

Но в 1963 году произошло событие, поколебавшее веру брокеров в свою финансовую стабильность. В ноябре одна из самых респектабельных фирм на Уолл-Стрит, Ira Haupt & Company, прекратила свое существование, с дефицитом почти в 10 миллионов долларов. Фирма J.R.Williston & Beane, была спасена от разорения только благодаря своевременному поручительству другой фирмы, поглотившей ее.

Банкротство фирмы Haupt было вызвано тем, что один из крупнейших торговцев соевым маслом Энтони Де Анджелис, не смог погасить свою задолженность - 18 миллионов долларов. Судьба фирмы Haupt была предрешена, как только стало известно о подлоге в товарных квитанциях, переданных фирме в качестве ценных бумаг. По квитанциям в хранилищах-резервуарах в Нью-Джерси находились миллионы галлонов соевого масла. Но хранилища были пусты.

По иронии судьбы отношения фирмы Haupt с клиентам соответствовали всем требованиям закона и правилам биржи. Брокерская фирма на смогла погасить ссуды банков, и это больнее всего ударило по клиентам, которые ни в малейшей степени не были повинны в случившемся.

Необходимо было спасти клиентов, в частности, этой фирмы и сохранить спокойствие всех клиентов. За два выходных дня, пршедших

после этих драматических событий фондовой биржей был разработан план, согласно которому все члены биржи обязывались компенсировать потери разоренной компании. После распродажи имущества фирмы недостача составила 9.6 миллионов долларов. Эту сумму разделили между всеми фирмами пропорционально объемам их биржевой деятельности.

Но беды Уолл-Стрит на этом не закончились. Можно сказать, что это было лишь начало.

В 1968 году объемы торговли поднялись до высот, невиданных даже во время бума конца октября 1929 года. Несмотря на применение компьютеров и другой регистрирующей аппаратуры, брокеры и передающие агенты не могли поддерживать должный порядок. Ситуация "*Не могу предоставить*" - невозможность одного брокера урегулировать свои дела с другим брокером путем передачи последнему проданных ценных бумаг - оказалась беспрецедентной. Были заморожены сделки на сумму в 4.1 миллиарда долларов. Для многих брокеров 1968 год стал годом бесприбыльного процветания. Из-за возросшего объема работ пришлось нанимать дополнительный персонал и невозможно было контролировать цены во многих жизненно важных отраслях.

Затем наступили 1969 и 1970 годы. Цены вошли в штопор. Объем продаж резко сократился, достигнув в среднем 11 миллионов 400 тысяч акций в день в 1969 году, А рассчитанная Нью-Йоркской фондовой биржей при том, что *точка безубыточности*, - 12 миллионов акций в день.

Из-за падения цен многие фирмы, вложившие свой собственный капитал в акции, терпели такие убытки, что больше не соответствовали требованиям, предъявляемым Нью-Йоркской фондовой биржей. Пятьдесят фирм закрылись, еще оставаясь платежеспособными. Шестьдесят пять других временно слились с другими, более сильными фирмами.

Но неизбежное приближалось. Еще до того, как утихла буря, был исчерпан 25-миллионный специальный траст-фонд, созданный после катастрофы с фирмой Haupt. Нью-Йоркская фондовая биржа дополнительно вложила 43 миллиона долларов, полученные от самых стойких, в спасательные операции.

Итак, биржа вмешалась в работу более чем 200 брокерских фирм. Несмотря на предпринятые усилия, пятнадцать фирм разорились, включая такие широко известные, как McDonnel & Company, Orvis Brothers, Dempsey-Tegeler, Blair & Company и Hayden, Stone. Отчаянные попытки остановить дальнейшее падение в пропасть, сохранить единство брокерского бизнеса, привели к созданию более надежного механизма, который бы в дальнейшем оберегал инвесторов от возможных потерь из-за финансового краха фирм. Предложено было создать Федеральную страховую систему для вкладчиков, аналогичную Федеральной корпорации по страхованию депозитов.

В конце 1970 года, пытаясь собрать осколки империи Уолл Стрит, Конгресс в предельно сжатые сроки учредил *Корпорацию по защите вкладов в ценные бумаги*. Только тогда и вкладчики, и Уолл-Стрит смогли вздохнуть с облегчением. Конечно, инвесторы и сейчас многим рискуют на бирже, в основном при снижении курса, но по крайней мере защищены от потерь при разорении брокерской фирмы.

Корпорация по защите вкладов в ценные бумаги, сокращенно S.I.P.C., выдаст ссуду до 500 тысяч долларов на каждый из счетов, зарегистрированных в потерпевшей крах фирме - члене S.I.P.C., в случае ее

ликвидации. В состав S.I.P.C. входят все фирмы-члены любой фондовой биржи, а также все внебиржевые дилеры по операциям с ценными бумагами, кроме ведущих дела исключительно с взаимными фондами. Могут быть застрахованы любые суммы, но не более 10 тысяч долларов.

S.I.P.C. имеет право израсходовать до миллиарда долларов из федерального резервного фонда на страхование инвестиций. Первоначально этот фонд был создан из налоговых выплат, взимаемых с членов S.I.P.C. за рыночную деятельность. С 1979 году единая ставка налога - 25 долларов в год с каждого члена S.I.P.C.

Очевидно нельзя ожидать от федерального правительства гарантий безопасности вкладов в случае разорения фирм, если у него не будет возможности управлять этими фирмами. Фактически S.E.C. является органом такого контроля, хотя S.I.P.C. и руководствуется своими собственными законами. Один из них предписывает всем брокерским фирмам иметь резервы наличных денег на счетах, адекватные кредитному балансу их клиентов. Другое правило требует раздельного хранения ценных бумаг, депонированных на счету фирмы, но владельцами которых являются клиенты.

S.I.P.C. управляется советом директоров из семи человек. Один из них назначается министром финансов, еще один - Советом управляющих Федеральной Резервной Системы, трое являются представителями бизнеса ценных бумаг, но назначаются на этот пост президентом, еще трое представляют широкую публику и также назначаются президентом. Раньше бизнесмены боролись за то, чтобы иметь большинство в этом совете. Но, не споря, отступились, когда убедились, что независимо от состава совета, реальная власть остается в руках S.E.C. В конце концов им пришлось смириться с тем, что власть S.E.C. должна усиливаться. Что и произошло в 1975 году после проведения реформы в области ценных бумаг.

В течение первых четырех лет существования в систему S.I.P.C. входили только фирмы-члены N.Y.S.E., на все остальные биржи она не распространялась: опасались мошенничества. Но и это было большим достижением в условиях общего спада на рынке. В 1974-1975 годах объем торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже опустился ниже точки самоокупаемости - 17 - 18 миллионов акций

Существование Федеральной программы по страхованию инвестиций, а также деятельность частных страховых компаний сняли огромную тяжесть с плеч биржи. Однако кардинальным решением проблемы могло стать только постоянное привлечение нового капитала и укрепление доверия вкладчиков в финансовое сообщество в целом.

В течение жизни многих поколений брокерский бизнес считался индивидуальным или партнерским бизнесом, основанным на доверии. Брокер полагал, что при отношении к нему как старому "консультанту семьи", уверенность клиента в инвестиционном бизнесе возрастает. Но с ростом числа держателей акций, утверждением современных методов торговли, внедрением компьютеров, такой подход явно устарел. И членам биржи пришлось признать этот факт.

В 1953 году биржа предприняла первый шаг в сторону либерализации своих правил, разрешив *добровольное объединение* фирм-членов биржи друг с другом. Одним из преимуществ стало снижение налога, взимаемого федеральным правительством с таких объединений, в ре-

зультате фирма могла сохранить гораздо большую часть своих прибылей в виде капитала.

Но важнее то, что объединение обеспечивало большее постоянство капитала по сравнению с партнерством. При желании один из партнеров мог выйти из товарищества, забрав свою долю капитала. В случае смерти одного из партнеров, даже если наследники оставили капитал в фирме, значительная часть его была бы израсходована на уплату налога на недвижимое имущество.

Объединяясь, фирма может резко увеличить число акционеров, продавая акции сотням ведущих сотрудников, что не только дает им долю участия и стимулирует, но также уменьшает риск внезапного изъятия крупной части капитала.

За десятилетие после отмены биржей правила партнерства более трети фирм-членов биржи, включая большинство крупнейших фирм, изменили статус товариществ на статус объединений, укрепив тем самым свои финансовые позиции.

В июне 1969 года был сделан второй важный шаг. Биржа разрешила своим членам увеличивать дополнительный капитал, выпуская облигации для широкой продажи на рынке.

Затем, на несколько месяцев позже, настойчивые представители молодой фирмы Donaldson, Lufkin & Jenrette, специализирующейся на институциональном бизнесе, подав заявление в S.E.C. о регистрации и продаже выпуска своих акций, вынудили биржу сделать следующий шаг. Выбора не было. Бирже пришлось вносить поправки в свои правила, позволив Donaldson, Lufkin & Jengette и другим членам биржи выпускать акции для продажи широкой публике.

Было ясно, что для многих фирм это единственный путь увеличения капитала, так необходимого для того, чтобы остаться в бизнесе. В апреле 1971 года крупнейшие из всех фирм - Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith - объявили о выпуске акций. За ними последовали практически все главные брокерские фирмы страны.

Глава 20

Что значит играть на бирже

БИРЖЕВАЯ игра является неотъемлемой частью бизнеса ценных бумаг. Отметим, что вообще игра - часть нашей жизни.

Вы рискуете ежедневно при любых обстоятельствах. В чем-то теряете, что-то выигрываете. Нередко приходится выбирать из двух (или нескольких) зол. Даже взвесив все за и против и приняв решение, вы рискуете в той или иной степени.

Бизнесмен, который должен добраться до другого города в определенное время, волен выбирать между самолетом и автомобилем. Рассчитывая побыстрее добраться самолетом, он может задержаться из-за плохой погоды, технических неполадок в самолете или чего-нибудь еще этом роде. Если он поедет на машине, то этого риска избежит, хотя возможны другие неприятности: поломки, аварии, уличные пробки. Выбирать в таких обстоятельствах - значит рисковать.

Предпринимателю, выбирающему между Джонсом или Смитом необходимо хорошенько подумать, кто из них больше подходит для этой важной работы.

А деятельность фермера - постоянный риск. Сажая семена в землю, фермер надеется, что они взойдут и вопреки плохой погоде, вредителям и болезням растений дадут урожай, а он сумеет его собрать и выгодно продать.

Если человек идет на риск, ибо его нельзя избежать, он играет. А если рискует, хотя вполне мог бы без этого обойтись - ввязывается в авантюру.

Таково различие между риском и авантюрой. Но есть и другое. Идя на риск, вы рассчитываете на свой разум, а ввязываясь в авантюру, надеетесь только на удачу. Рискующий может предвидеть подстерегающие его случайности. Взлеты и падения авантюриста зависят от того, какой стороной упадет монета.

В покупке любых акций или облигаций, даже облигаций, выпускаемых правительством, есть элемент риска. Никто не может поручиться, что они не обесценятся. Но рискованно хранить деньги про запас: завтра на них вы не сможете купить столько же, сколько сегодня.

Покупая ценные бумаги, человек руководствуется не только надеждой на удачу. Он может довольно точно рассчитать степень риска, проанализировав некоторые данные. В бизнесе ценных бумаг эта степень колеблется в очень широких пределах. Можно купить и вполне надежные правительственные облигации, и мелкие акции неизвестных компаний, весь капитал которых состоит из радужных надежд.

Слово "инвестиции" прилагается вкладчиками-ветеранами исключительно к правительственным и муниципальным облигациям, а также к промышленным облигациям самого высокого ранга. Ультраконсервативный покупатель, приобретающий ценные бумаги для банка или страховой компании, считает покупку любых акций слишком рискованной затеей, чтобы называть ее инвестицией. И делает это невзирая на то, что многие акции оказались надежнее иных промышленных облигаций, если рассматривать эту надежность в ретроспективе.

Большая часть и привилегированных акций, и обычных акций доказали свою стабильность: консерваторы считают их теперь "ценными бумагами инвестиционного типа". В основном это акции предприятий коммунального хозяйства и фирм-производителей продуктов питания, банков или сетей розничных магазинов, остававшихся стабильным источником доходов несмотря на бумы и депрессии.

Конечно, то, что одни считают авантюризмом, другим кажется хорошей сферой вложения денег. Ведь помимо самых высококачественных ценных бумаг, существует большой набор акций, большинству здравомыслящих людей кажущихся пригодными для инвестиций благодаря выплачиваемым по ним хорошим дивидендам.

В основном таковы акции компаний, чьи доходы то резко возрастают, то падают, в зависимости от циклических изменений в бизнесе: акции автомобильных, стале-

литейных, строительных компаний и компаний по пошиву одежды. Когда дела идут хорошо, они платят прекрасные дивиденды. Когда же в бизнесе наблюдается застой, дивиденды уменьшаются или их выплата приостанавливается.

Степень риска при покупке таких "циклических акций" можно очень грубо оценить, сравнив размеры их дивидендов. Чем большую долю составляет дивиденд от продажной цены, тем больше риск, связанный с повышенным спросом на акции, по которым выплачивают высокие дивиденды. Как правило, спрос является причиной высоких цен на эти акции. Если цена при высоких дивидендах невысока, вступает в силу и фактор риска, удерживающий покупателей от приобретения этих акций.

Существуют и другие акции - их тысячи - покупка которых - весьма рискованная затея. Их можно классифицировать следующим образом. На вершине находятся акции с хорошими перспективами роста. Таковы акции, по которым платят очень маленькие дивиденды или вовсе не платят, но у компании, выпускающих их, блестящее будущее, что и привлекает вкладчиков. Шестьдесят лет назад в эту группу входили акции многих автомобильных и радиокомпаний. В недавнее время в их число попали акции фирм, выпускающих электронику, оборудование для офисов, косметику, компьютеры, лекарства и аэрокосмическую технику. В последние годы акции этих когда-то перспективных фирм были весьма популярны. Спрос на них был настолько велик, что некоторые агрессивные покупатели стремились покупать их даже по ценам, в 40 или в 50 раз превышающим получаемые по ним текущие годовые доходы.

Некоторые ценные бумаги выглядят привлекательно не из-за блестящих успехов, ожидаемых от выпускающих их компаний, а из-за того, что их настоящее гораздо лучше прошлого. Несколько раз компания пропускает выплату дивидендов или уменьшает их процент во время сложного периода реорганизации. Но когда ее деятельность вновь оказывается успешной, акции словно начинают новую жизнь. Не одно состояние нажито на покупке облигаций, катастрофически падавших в цене из-за

временной неспособности компании выплачивать по ним проценты. Это справедливо также в отношении многих привилегированных акций, дивиденды по которым накапливались в течение ряда лет, а затем выплачивались единовременно. У таких инвестиций дальний прицел, и именно так к ним и нужно относиться.

Одним из самых популярных видов рискованных акций являются акции, выпускаемые маленькими, но весьма энергичными компаниями, занятыми в одной из новых отраслей: внебиржевые акции, продаваемые по относительно низким ценам, акции-новички и акции компаний, которым еще не под силу заявить о своих средних доходах. У таких компаний очень много надежд, но очень мало денег. Приобретение их акций довольно опасно для вашего бюджета, но в не столь далекие времена Xerox, Polaroid и IBM, и также наша Rod & Reel, начинали именно с этого.

Наконец, существуют самые дешевые акции: акции ранее зарегистрированных старых компаний, переживающих тяжелые времена. Их бизнес постепенно приходил в упадок, и акции оказались практически бесполезными. Значительное число дешевых акций, продаваемых за 50 центов, за 1 или 2 доллара, в крайнем случае за 5 долларов, - новые выпуски подозрительных нефтяных или угольных компаний. Эти акции настойчиво предлагают мелкие бизнесмены, рассчитывающие получить прибыль в размере 50 центов на каждый вложенный доллар. Нередко по почте или междугороднему телефону потенциальному покупателю сообщают, что на его имя зарезервирована партия акций в 100 или 300 акций по наилучшей цене. Он должен выкупить их в 24 часа, чтобы не упустить главный шанс в своей жизни. Мишенями для таких дельцов становятся люди, как правило, имеющие открытый счет в дорогих магазинах, а также квалифицированные специалисты.

Иногда в этих привлекательных рассказах содержится и доля правды. Вложив деньги в нефтяные месторождения "недалеко от ваших мест", вы действительно может получить прибыль в 1000%. Но факт остается фактом: с гораздо большей вероятностью люди, попадающиеся на

удочку таких дельцов, потеряют все вложенные средства, чем получат баснословную прибыль.

Хотя между такой явной спекуляцией и благонадежным вложением денег, каким являются правительственные облигации, существует очевидная разница, тем не менее, истиной является то, что граница между игрой и инвестированием становится очень расплывчатой. И конечно, отвлеченные рассуждения о различиях между инвестицией и спекуляцией не позволяют отдать предпочтение какому-то определенному виду ценных бумаг и не являются мотивом для их покупки.

Инвестор, вкладывая деньги в компанию, собирается получать разумный и регулярный доход в течение долгого времени и в виде выплаты дивидендов, и в виде роста акций в цене. Игрок же рассчитывает обогатиться за короткое время. Он не заинтересован в получении дивидендов. Он хочет получить немедленную прибыль на вложенные деньги, продав акции с максимальной выгодой. Он крупно рискует - и нередко. Надеясь заработать уйму денег, он считает риск оправданным.

Учитывая современные законы о налогах, взимаемых государством, он надеется сохранить львиную долю бешеных денег, по крайней мере, больше, чем при получении такой же суммы в виде зарплаты, дивидендов или другого вида прибыли.

Капитал, вкладываемый в новое предприятие, связанное с риском, то есть деньги, которые ставят на карту, покупая или продавая любой вид собственности, сыграл очень важную роль в становлении страны. Более четверти века назад Конгресс ввел льготное налогообложение прибыли от *прироста капитала*, и, в частности, входят прибыли, получаемые при покупке или продаже ценных бумаг.

Довольно долго федеральному закону о налогообложении предусматривал, что размер налога на прибыль, полученную от продажи любых ценных бумаг, которыми вкладчик владел больше шести месяцев (долгосрочная прибыль от прироста капитала), должен составлять не более 25%. Но самом деле налог мог быть еще меньше, так как сумма, подлежащая налогообложению (оставшаяся после вычета из первоначальной 25%) подпадает под другую шкалу налогообложения. Таким образом, если налог, рассчитанный исходя из первоначальной сумме,

составлял бы 40% постоянного дохода, то при получении долгосрочной прибыли от прироста капитала он оказывался равным всего 20%.

Сейчас минимальный срок, в течение которого нужно держать акции, чтобы прибыль от их продажи могла быть квалифицирована как долгосрочная, установлен в 1 год. Согласно закону о налогообложении от 1981 года для всех категорий налогоплательщиков максимальный налог на доходы от прироста капитала составляет 20%.

Краткосрочные виды прибыли, получаемые после продажи ценных бумаг, находившихся у владельца меньше года, облагаются налогом по полной ставке.

Кроме того, правительство предоставило еще одну привилегию инвесторам или биржевым игрокам. Из прибыли от *прироста капитала* можно вычитать *потери капитала*. Если кто-то получает прибыль в 5000 долларов от прироста капитала и несет убытки в 4000 долларов в результате потери капитала в течение одного и того же налогового года, он платит налог на прибыль от прироста капитала только с 1000 долларов.

По сравнению с другими видами дохода любые ограничения налогов на прибыль от прироста капитала благоприятно влияют на инвестирование. Но в настоящее время многие бизнесмены и экономисты обращают внимание на то, что современное налоговое законодательство недостаточно стимулирует вкладчиков. Они настаивают, чтобы владельцы капитала, вкладываемого в рискованные предприятия, получили бы дополнительные льготы или за счет уменьшения ставки налогов на долгосрочную прибыль от прироста капитала, или за счет уменьшения того срока, после которого эта прибыль считается долгосрочной. Некоторые предлагают, чтобы ставка налога на долгосрочную прибыль уменьшалась по мере увеличения срока хранения акций.

Конечно, для держателя акций важно оценить размеры налогов на долгосрочные и краткосрочные виды прибыли (или потерь), когда он принимает решение о необходимости и времени продажи своих акций. Например, было бы смешно, если бы человек, относящийся к высшей категории налогоплательщиков, налоги которого составляют, скажем, 50% от прибыли, вдруг решил продать акции, приносящие ему высокую прибыль, за несколько дней до истечения 1 года с момента их покупки. Подо-

ждав всего несколько дней, он может считать свою прибыль долгосрочной и платить существенно более низкий налог, чем если бы его прибыль классифицировали как краткосрочную. Только в самых необычных обстоятельствах сумма потерь за эти несколько дней могла бы перевесить сумму дополнительного налога, которую приходится выплачивать из-за несвоевременной продажи акции.

С другой стороны, слишком серьезные размышления о налогах на прирост капитала могут помешать разумному ведению дел. Например, многие держатели акций отказывались продать их и получить прибыль из-за нежелания платить даже льготный налог. Пока они жалуются на то, что боятся получить недостаточно высокий доход от продажи ценных бумаг из-за налога на увеличение рыночной стоимости капитала, прибыль действительно может резко упасть исключительно из-за снижения цен на рынке. На акционерном рынке этот налог называется "rigor mortis". Ежегодно он обходится владельцам акций гораздо дороже, чем покупка новых сомнительных выпусков акций и все другие мошенничества, от которых они страдают. И, конечно, смешно слушать жалобы на слишком высокий налог от того, кто может получить 100% доход. Он успел забыть, что покупая акции, мечтал о самой ничтожной прибыли.

Получив прибыль от продажи акций, вы можете смириться с необходимостью уплаты налога на прирост капитала и беречь свои акции и прибыль - если не изменит удача - до конца своих дней. Но в этом случае на ваших душеприказчиков, а также ваших наследников лягут многочисленные хлопоты по поводу налога на наследство.

Да, вы можете уклониться от уплаты налога, вычитая из прироста капитала его потери. Именно такой ход стимулирует владельцев акций на биржевую игру: при приросте капитала они гораздо смелее идут на риск, чем при обычных доходах. А потери возмещает Дядя Сэм , хотя и частично.

Налог на прирост капитала - самое парадоксальное явление на рынке акций. Он стимулирует риск, позволяя инвесторам, имеющим высокий доход, наращивать свой капитал при минимальных потерях. Но он одновременно

удерживает от риска, особенно дилетантов, ибо в самой природе человека таится нечто, заставляющее его как можно дольше оттягивать уплату любого налога.

Показательно, что профессиональные биржевые игроки не слишком часто получают прибыль в виде прироста капитала, вкладывая деньги в рискованные акции. В основном они спекулируют на 50 или 60 видах активных акций, - в основном, высококачественных инвестициях. Эта спекуляция и обеспечивает подавляющую часть сделок на Большой бирже.

На это существуют свои причины. В каждый момент цена акции или цена акций свидетельствуют об общем мнении всех людей, занимающихся покупкой или продажей акций. Но в большинстве случаев мнение игрока отличается от общепринятого.

Он может изучить акцию какой-либо компании до мельчайших деталей и, основываясь на этом, может полагать, что лучше всех знает, какова ее реальная стоимость или, вернее, какова ее реальная стоимость в глазах публики.

Кроме того, он может думать, что лучше всех оценивает состояние рынка в целом и его перспективы. Надеется заранее предугадать, будут ли цены возрастать на повышающемся рынке или падать на понижающемся рынке. И если его суждения верны, ведущие акции - те, которые пользуются наибольшим спросом у публики - возможно, прежде других отреагируют на изменение и подтвердят правильность его оценок. Поэтому именно эти акции позволяют быстро получить прибыль.

Считая свое мнение безошибочным, биржевой игрок стремится увеличить прибыль или защитить ее, когда она обеспечена, используя различные торговые приемы.

Он может спекулировать на разнице в курсах ценных бумаг, заключая сделки с частичной оплатой.

Может использовать спекулятивную прибыль для дальнейших финансовых операций.

Продать на срок без покрытия (этот термин объясняется в дальнейшем).

Заключать сделки с премией и с обратной премией.

Следует отметить, что ни один из этих методов, более подробно обсуждающихся в последующих главах, не является ни нечестным, ни незаконным. Наоборот, это вполне законные процедуры, увеличивающие торговую активность и создающие более динамичный рынок. Однако, среднему вкладчику трудно продать акции, если биржевой игрок не хочет брать на себя тот риск, которого хочет избежать инвестор.

Регулярно в обществе начинается шумиха по поводу нечестных доходов биржевых игроков. Люди требуют принять законы, позволяющие их обуздать. В 1905 году Оливер Уинделл Холмс, Главный судья Верховного Суда Соединенных Штатов Америки дал достойный ответ на эти требования. Он сказал: "Биржевая игра - это способ приспособления общества к тому, что, вероятно, произойдет. Значение ее хорошо известно. Она позволяет избежать катастрофы или смягчить ее последствия. Правда, успех сильных подталкивает слабых к подражанию, и эти некомпетентные люди доводят себя до разорения, предпринимая, в свою очередь, попытки играть на бирже. Поэтому законодательная власть и суды считают, что общество может естественно развиваться только при весьма осторожном и предусмотрительном руководстве ."

Глава 21

Как покупать акции с оплатой части суммы за счет кредита

УБЕДИВ один раз брокера в своей кредитоспособности и открыв у него счет с маржей, вкладчик может покупать любые акции из числа зарегистрированных на фондовых биржах Соединенных Штатов и некоторые из внебиржевых акций, для которых Совет управляющих Федеральной резервной системы разрешил сделки с маржей. Для заключения такой сделки требуется внести только первоначальный платеж. Насколько велик должен быть этот платеж,оговорено в многочисленных правилах.

Во-первых, на Нью-Йоркской фондовой бирже можно открыть счет для покупки ценных бумаг в кредит только внеся первоначальный взнос в размере 2 тысячи долларов наличными или такую же сумму, но в виде ценных бумаг.

Время от времени биржа может проявить озабоченность положением на рынке какой-то определенной акции из-за резких колебаний ее цены или объемов торговли. В таких обстоятельствах биржа может потребовать от тех, кто покупает и продает эти акции, внести дополнительный взнос, то есть увеличить первоначальный. Биржа может также запретить заключение сделок с маржей для этих акций, и к этой мере приходится прибегать достаточно часто, особенно в периоды, когда на рынке сильно активизируются спекулятивные настроения.

В дополнение к этим правилам, принятым на различных биржах, вы можете столкнуться со специальными ограничениями на сделки с маржей, установленными самими брокерами. Например, некоторые из них не разрешают покупать акции с маржей, если их цена не достигает 5 долларов за акцию. Другие брокеры могут требовать большего первоначального платежа, чем требует биржа.

Наконец, самое важное, существуют инструкции Со-

вета Федеральной Резервной Системы, которые были одобрены Конгрессом и в которых четко оговорена *минимальная предписываемая законом маржа.* Начиная с 1934 года, когда Совет начал осуществлять свои полномочия, им был установлен этот минимум, причем первоначальный взнос должен был составлять определенный процент от общей стоимости акций, покупаемых с маржей. Величина процента время от времени меняется в зависимости от наличия кредита и от объема торговли акциями с маржей.

Самым низким в истории биржи был первоначальный взнос в 40%. Он держался на рынке в течение восьми лет, с 1937 по 1945 год. Самым высоким - взнос в размере 100%, удерживаемый с января 1946 по февраль 1947 года. В тот период никто не осуществлял сделок с маржей. Когда на рынке предполагается повышение, биржа увеличивает процент взноса: ей приходится заботиться о том, чтобы не допустить чрезмерного расширения продаж в кредит и снизить спекулятивную лихорадку. Напротив, в те дни, когда на рынке наблюдается спад и объемы продаж уменьшаются, биржа стимулирует рынок, уменьшая минимальный размер предписываемой маржи.

Чтобы упростить дальнейшие объяснения о том, каким образом работает маржа, представим себе, что Совет Федеральной Резервной системы установил минимальную маржу в размере 50%. Это означает, что вы можете купить с маржей акции общей стоимостью в 10 тысяч долларов, имея всего 5 тысяч, ибо брокер дает вам взаймы еще 5 тысяч. Конечно, он возьмет процент за те деньги, которые он дал в долг. Размер процента зависит от того, сколько самому брокеру приходится платить за банковский кредит, то есть какова в данный момент преобладающая ставка налога на ссуды, которые берут брокеры, чтобы одолжить вам эти 5 тысяч долларов. По общепринятой практике фондовой биржи, брокер взыскивает с клиента банковский процент плюс, по меньшей мере, ½, 1%, а иногда и больше в свою пользу.

В конце семидесятых - начале восьмидесятых годов основные учетные банковские ставки стали настолько высоки, что брокеры выступили за изменение ростовщи-

ческих процентов, допускаемых законами страны. Некоторые штаты освобождали брокеров от подчинения законам, заставлявшим взимать чрезмерную и необоснованную процентную ставку. В тех же штатах, где соблюдались местные законы, брокеры требовали применения законов Нью-Йорка, ссылаясь на то, что распоряжения с маржей ими выполнялись именно там. В некоторых случаях суды штатов принимали во внимание эти аргументы. И все-таки в отсутствие постановления Верховного Суда США никто не мог быть уверен в законности такого решения.

Если вы думаете, что вам удастся получить для заключения сделки с маржей более крупную сумму в вашем банке, чем у брокера, то оставьте эту мысль. Банкам не разрешается выдавать ссуды на покупку акций, превышающие те, которые могут быть выданы брокером. Конечно, вы можете занять вплоть до 90% этой суммы у неофициальных заимодавцев. Но это не принесет никакой выгоды, вам придется платить 1% или 2% в месяц дополнительно. К тому же любой брокер или зарегистрированный представитель, помогавший вам заключить такую сделку, будет наказан S.E.C.

Когда брокер занимает деньги в банке и одалживает их, чтобы вы могли купить акции с маржей, ему приходится давать банку ценные бумаги в залог. Этим залогом могут оказаться те самые ценные бумаги, которые вы приобрели. Иначе говоря, открывая счет с маржей, вы должны оставить купленные акции у брокера и предоставить ему право закладывать их или отдавать их в качестве обеспечения любой банковской ссуды, которую он возьмет для ведения счетов с маржей.

Покупая на сумму 10 тысяч долларов акций с маржей, вы, разумеется, платите комиссионный сбор со всей суммы. Однако, вы также имеете право на все дивиденды, выплачиваемые по этим акциям. И этого достаточно, чтобы заинтересовать некоторых инвесторов в покупке акций с маржей, особенно если дивиденды, выплачиваемые по ним, высоки, а ставки процентов за маржу низки.

Однако почти все клиенты, заключающие сделки с маржей, заинтересованы в них не из-за получения допол-

нительных дивидендов, а из-за той спекулятивной прибыли, которую они надеются получить. Маржа - это оружие номер один для биржевых игроков.

Представьте себе, что человек, имеющий 5000 долларов и собирающийся вложить их в акции, выбрал для покупки такие, которые стоят, например, 50 долларов каждая и будут, по его предположениям, подниматься в цене. Согласно правилу о 50% маржи, он может приобрести на имеющиеся у него деньги 200, а не 100 этих акций, Если акции поднимаются в цене на пять пунктов, он имеет 1000 долларов прибыли вместо 500, то есть 20% вместо 10%. Рядом с удвоенной прибылью даже 20%-ный тариф на маржу может показаться несущественным.

Но что будет, если акции вместо того, чтобы подорожать, вдруг упадут в цене? Это поставит клиента в затруднительное положение.

Именно в таких случаях клиент может получить от своего брокера требование о *внесении дополнительного обеспечения* - требование внести дополнительный взнос, чтобы увеличить размеры первоначального платежа. Если он не может предоставить нужную сумму, брокер имеет право продать принадлежащие ему акции, все или только такую их часть, выручка от которой может дать необходимое количество денег для внесения дополнительного платежа. Для брокера не составит особых затруднений осуществить эту операцию, поскольку все акции, купленные с маржей находятся у него на хранении.

Сколько же придется дополнительно вносить денег, если акции подешевеют? Этот вопрос регулируется правилами о *поддержании маржи*, принятыми на Нью-Йоркской фондовой бирже и теми правилами, которыми руководствуется сам брокер. Сделка выходит за рамки компетенции Совета Федеральной Резервной Системы сразу после того, как осуществлена покупка. Если в момент покупки величина предписываемой законом маржи составляла, скажем, 50%, то Совет не может заставить внести дополнительный взнос, даже если впоследствии он примет решение об увеличении минимальной маржи до 75% и выше.

Однако, согласно правилам Нью-Йоркской фондовой

биржи, брокер может потребовать у клиента внесения дополнительной маржи, как только сумма, которая осталась бы у клиента после продажи акций и выплаты брокерской ссуды, составит менее 25% от текущей стоимости акций. (Некоторые брокеры предъявляют более высокие требования по поддержанию маржи, чем тот минимум, который предписан правилами Нью-Йоркской фондовой биржи.)

Например, представим, что клиент купил с маржей 100 акций по цене 60 долларов за каждую в то время, когда Совет Федеральной резервной системы требовал всего 50% маржи. В этом случае ему пришлось заплатить 3000 долларов, а еще 3000 занять у своего брокера. Предположим, что цена акции упала до 40 долларов. Если бы теперь пришлось их продавать, он бы выручил за них всего 4000 долларов. После расчета с брокером у него осталось бы в наличии всего 1000 долларов: ровно 25% от текущей стоимости его акций (4000 долларов).

Если цена и дальше будет падать, то брокер окажется вынужденным увеличить первоначальный взнос, чтобы сохранить это 25%-ное соотношение. Вероятнее всего, он попросит внести и более высокую сумму, чтобы ему не пришлось вскоре присылать новое требование о внесении дополнительного обеспечения, если цена пойдет вниз.

Если акции куплены с 50%-ной маржей, они могут упасть в цене ровно на треть - с 60 до 40 долларов - как в вышеописанном случае - прежде чем брокер потребует внесения дополнительной маржи. Если же по постановлению Совета Федеральной Резервной Системы в момент покупки минимальная маржа составляла 75%, а не 50%, и акции могли упасть в цене на две трети, то с клиента не будут требовать внесения дополнительного обеспечения. Почему это происходит? Допустим, что клиент покупает 100 акций по 60 долларов за каждую и вносит 75% маржи, то есть 4500 долларов. Ему приходится занимать у своего брокера всего 1500 долларов. Если цена его акций уменьшается с 60 до 20 долларов, его авуары составляют 2000 долларов. Продав их в этот момент, он должен отдать брокеру 1500 долларов, причем и у него остается еще 500 долларов, то есть 25% от текущей рыночной стоимости его акций (2000 долларов).

Приводя эти примеры, мы исходили из предположения, что клиент совершил всего одну покупку с маржей. В действительности, большинство клиентов, заключающих сделки с маржей, имеют на своих счетах позиции по ряду акций, купленных с маржей. В таком случае брокер должен рассчитывать положение клиента по всем акциям. Он не может потребовать внесения дополнительного обеспечения на одну из акций, цена которой упала ниже уровня допустимого правилами по поддержанию маржи, если другие его акции дают прибыль, достаточную для компенсации убытков. Короче говоря, он исходит из среднего положения клиента по всем позициям: складывает всю прибыль и вычитает все убытки по каждой из акций и высылает клиенту требование о внесении дополнительного обеспечения как только общая сумма его вкладов падает ниже уровня, при котором требуется поддержание маржи. Благодаря современной компьютерной технике, которой еще не существовало в кризисный 1929 год, брокеры могут почти мгновенно рассчитать точную позицию активного счета с маржей в те периоды, когда на рынке наблюдается резкое понижение цен. В другие, более благополучные времена, достаточно осуществлять еженедельную проверку всех счетов с маржей для защиты интересов брокера.

Если клиент неожиданно получает уведомление о необходимости внесения дополнительного обеспечения, а у него нет достаточной суммы наличных денег, он может внести в качестве залога те ценные бумаги, которые хранятся на его обычном текущем или кассовом счету.

Клиент может также заменить одну акцию другой на счету с маржей. Но если та цена акции, которую он покупает, оказывается выше, чем цена той, которую он продает, придется внести дополнительную сумму, исчисляемую исходя из первоначальных требований Совета Федеральной Резервной Системы и составляющую разницу между покупной ценой одной партии акций и продажной ценой другой.

Напротив, если выручка от продажи акций клиента превышает стоимость покупки, со счета может быть снята сумма, превышающая необходимую для обеспечения

требований Совета Федеральной Резервной Системы в момент внесения первоначального платежа. Если же на его счету с маржей находится сумма, недостаточная по текущим меркам федеральных требований о поддержании маржи, он может снять по меньшей мере 30% разницы между стоимостью покупки и доходами от продажи.

Строгость требований, предъявляемых Советом Федеральной Резервной Системы к первоначальному взносу на счет с маржей и правил фондовой биржи, касающихся поддержания маржи, объясняет тот факт, что в настоящее время требования о внесении дополнительного обеспечения стали относительно редки. Исключением являются только периоды резких спадов на рынке. В такие моменты покупатель, который заключает сделки с маржей, может попасть в скверную ситуацию, если ему придется с большим ущербом для себя продавать акции для покрытия предъявляемых требований. Вот почему мы советуем покупать акции с маржей только человеку, темперамент и средства которого помогут ему хладнокровно перенести возможные потери. Если у вас нет денег, вы не можете и не должны покупать акции с маржей.

Необходимо упомянуть еще об одном ограничении на торговлю с маржей. Биржа имеет право приостановить деятельность торговца с маржей, который в течение одного дня несколько раз заключал подобные сделки и на покупку, и на продажу одних и тех же акций. Брокеры обязаны следить за тем, чтобы такие производимые в течение одного торгового дня операции, отвечали всем требованиям: в любое время в течение всего торгового дня, а не только на момент прекращения работы рынка на счету таких клиентов должна находится достаточная сумма для покрытия предписываемой законом маржи по максимуму позиций, которыми они владеют.

Но все эти ограничения привели не только к тому, что снизилось количество требований о внесении дополнительного обеспечения по сравнению с периодом кризиса 1929 года, но и к тому, что резко сократилось количество счетов с маржей по отношению к общему числу счетов. Было подсчитано, что в 1929 году клиенты, совершающие покупки с маржей составляли 40% от общего числа кли-

ентов. И доля участия таких клиентов в бизнесе была гораздо выше, чем доля участия всех остальных, правда, никто не знает точно на сколько. Но совершенно точно известно, что когда в конце двадцатых годов на рынке происходил невиданный взлет, то клиенты с маржей были крупнейшими покупателями, людьми, которые *многократно использовали* получаемую ими спекулятивную прибыль, *возникшую в результате повышения цен или курсов акций* для дальнейших финансовых операций, то есть для покупки все новых и новых акций.

В то время такое использование спекулятивной прибыли для дальнейших финансовых операций происходило следующим образом. Представим, что какой-то человек купил 200 акций по 50 долларов за каждую. По нестрогим правилам, регулировавшим размеры маржи, которые тогда были в ходу, ему пришлось бы внести только 2000 долларов из общей стоимости 10000 долларов, а может быть даже меньше, если он был привилегированным покупателем.

Теперь представим, что его акции поднялись в цене до 75 долларов. Пакет акций, приобретенный им, стал стоить 15000. Если бы он продал их по этой цене и выплатил брокеру ссуду в размере 8000 долларов, он получил бы 7000 долларов прибыли. Это дало бы ему возможность приобрести акции на сумму 35000 долларов, на основе 20%-ной маржи. В действительности, конечно, ему не надо было проходить через процедуру продажи и новой покупки. Брокер вычислил бы возросшую стоимость его первоначальных вкладов и рассматривал бы эту добавленную стоимость как обеспечение последующих приобретений с маржей. В этот момент клиент, имея на счету с маржей всего 2000, мог бы стать обладателем ценных бумаг на сумму 35000 долларов благодаря 50%-ному возрастанию стоимости первоначально приобретенных 200 акций. Если и дальше ему сопутствовала удача, то размеры его спекулятивной прибыли, возникшей в результате повышения курсов акций, достигли бы сотни тысяч, полумиллиона, миллиона, многих миллионов долларов, которые он смог бы получить на свое первоначальное вложение в 2000 долларов.

В двадцатые годы люди так и делали. Но когда цены пошли вниз, и к ним стали приходить требования о дополнительном обеспечении, многие из них не могли набрать даже нескольких тысяч наличными. Им приходилось продавать ценные бумаги для покрытия требований, что вызывало дальнейшее снижение цены и новую волну требований о дополнительном обеспечении. И снова им приходилось продавать. Невозможно было разорвать этот порочный круг, и в результате дальнейшего развития этой ситуации и разразилась великая катастрофа.

Но на самом деле ничего незаконного в использовании спекулятивной прибыли для дальнейших финансовых операций нет даже в наши дни, если соблюдаются все правила, принятые Советом Федеральной Резервной Системы. Правда, эта операция оказывается не слишком эффективной, если размеры вносимой вами маржи составляют 50, 70 или 90% вместо тех 20%, которые были раньше. Только очень большое повышение цены на спекулятивные акции даст достаточно высокие спекулятивные прибыли, которые позволят значительно увеличить ваши вклады.

В настоящее время торговля с маржей составляет всего от 10% до 15% общего объема торговли на Нью-Йоркской фондовой бирже. Но поскольку клиенты, торгующие с маржей, стремятся торговать чаще и более крупными объемами, то брокеры получают от них от 30 до 40% своего дохода в виде комиссионных. Сегодня счета с маржей так хорошо защищены, что если даже на рынке произойдет серьезный спад, он не станет причиной таких глубоких потрясений, каким был крах 1929 года.

Глава 22

Что значит продавать без обеспечения

КОГДА инвестор открывает счет с маржей у брокера, его просят подписать договор, согласно которому брокер имеет право одалживать акции с его счета с маржей другим клиентам. Именно такое кредитование или обеспечение ипотеки дает им возможность продавать акции без покрытия.

Продажа акций без покрытия составляет только от 6% до 8% от общего числа сделок, заключаемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. Однако никакой другой способ продажи не вызывает такого широкого интереса, как этот, и не бывает столь превратно понят.

Продажа без обеспечения представляет собой прямую противоположность обычной рыночной сделки. Вместо того, чтобы сначала купить акции, а затем продать их, человек, продающий акции без обеспечения, сначала продает акции, которые берет взаймы, а затем покупает такие же, но по более низкой цене, если повезет. Если вы считаете резонной покупку акций, в надежде, что они подорожают, то почему бы не считать резонным продажу их, в надежде, что они подешевеют? Почему бы не попытать счастья в любом случае? Можно долго спорить о том, является ли право дельца, играющего на понижение, продавать акции без обеспечения таким же жизненно важным для свободного рынка, как и право дельца, играющего на повышение, покупать акции.

Несмотря на логичность таких размышлений, большинство людей считает аморальным продавать нечто, чего у них нет. А что же тогда можно сказать об издателе журнала, заранее продающим трехгодичную подписку на свое издание? Или о фермере, который продает весь урожай зерновых в то время, когда посеянные семена еще не дали всходов?

И тот, и другой продают то, чего пока не имеют, на ос-

новании своего обещания предоставить то, что было продано. Именно так поступает и продавец без обеспечения.

Но было бы не совсем правильно считать, что он продает то, чего у него нет. Ему приходится занимать акции, которые он продает, и, следовательно, позже ему нужно будет их отдавать. Он хочет сделать это таким образом, чтобы покрыть обязательство по сделке, то есть купить акции по более низкой цене, чем он продал их.

Где он берет взаймы акции? У своего брокера.

А где брокер берет их, чтобы одолжить их? У других своих клиентов, имеющих счета с маржей, которые подписали договор о кредитовании, когда открывали счет. Если среди всех счетов с маржей у брокера не имеется тех акций, которые его клиент хочет продать без обеспечения, он может занять их у другого брокера или у индивидуального вкладчика. Но брокер не может снять нужные акции с кассовых счетов своих клиентов, если только ему не будет дано специальное разрешение.

Почему один брокер дает акции взаймы другому брокеру? Потому что он получает за это плату у занимающего брокера, который хранит у себя всю выручку клиента от продажи без покрытия до тех пор, пока сделка не будет закрыта после покупки, компенсирующей продажу. Иногда, когда на акции существует высокий спрос и их трудно у кого-либо занять, брокеру приходится платить дополнительное вознаграждение тому, кто все-таки согласится их одолжить. Конечно, все расходы взимаются с клиента, осуществляющего продажу без покрытия. Если цена взятых взаймы акций резко возросла, брокер, одолживший их, будет ожидать дополнительного вознаграждения за свою услугу. Если цена упадет, занявший акции брокер будет надеяться на пропорциональное возмещение денег, которые ему пришлось уплатить. (Иногда брокер-заимодавец требует возвращения одолженных акций. Если брокеру-должнику не удается нигде их достать, то он вынужден выкупить их у клиента и закрыть сделку, не считаясь с тем, нравится это клиенту или нет.)

Продавец акций без покрытия руководствуется в основном теми же правилами, что и покупатель с маржей. Если на Совете Федеральной резервной системы принято

правило с 50%-ной маржей, продавец обязан внести сумму, равную 50% от рыночной стоимости акций, которые он занимает и продает. Согласно правилам фондовой биржи, минимальная маржа составляет 2000 долларов.

Предположим, что клиент хочет продать без обеспечения 100 акций, каждая из которых стоит 60 долларов. Если Совет Федеральной Резервной Системы принял постановление о 50%-ной марже, клиенту придется внести 3000 долларов. Если цена акций понизится после этого до 50 долларов, он сможет снова купить их (покрыть свою позицию, вернув акции,) и получить прибыль в размере 10 долларов с акции или всего 1000 долларов, исключая налоги и комиссионные вознаграждения.

Но, возможно, когда цена акций достигнет 50, он будет ожидать дальнейшего понижения. Если это произойдет, он получит дополнительную прибыль, но не захочет терять то, что он уже получил. В такой ситуации он может поместить стоп-распоряжение о покупке акций, если их цена повысится до 52. Этим он сможет защитить свой доход от рыночного повышения. Как только цена акций станет равна 52, стоп-распоряжение немедленно приобретет силу приказа с немедленной реализацией, и акции тут же будут куплены.

Купив акции по этой цене, он все-таки получит прибыль в размере 800 долларов, исключая из этой суммы брокерское вознаграждение и налоги. Кроме того, во время всей этой операции он должен следить за выплатой всех дивидендов по этим акциям, потому что кредитор то же не теряет своего права владельца в течение всего времени, на которое он дает их взаймы.

Существует большое различие между размером маржи, взимаемой с покупателей, и той, которую требуют с продавцов акций без покрытия. Минимальным требованием Нью-Йоркской фондовой биржи для поддержания маржи является 25% (для долгосрочных сделок). Но когда клиент использует маржу для продажи без покрытия, минимум возрастает до 30%, что составляет по 5 долларов за акцию, а, может быть, и больше. (Если акция стоит меньше 5 долларов, то минимальным требованием будет 100% от рыночной стоимости, но не менее 2.50 долларов

за акцию.)

Требование поддержания маржи на уровне 30% для продажи акций без обеспечения означает, что брокер потребует внесения дополнительного обеспечения, как только размер маржи, которую может получить клиент после покупки акций и покрытия своей позиции, составит не более 30% от текущей рыночной цены.

Допустим, что некто продает без покрытия 100 акций по 60 долларов за каждую. Если начальное требование маржи составляло 50%, ему необходимо внести 3000 долларов. Но акции, вместо того, чтобы упасть до 50, вдруг поднялись до 70. Если бы ему пришлось обеспечивать покрытие в этот момент, он оказался бы должен 7000 долларов или на 1000 долларов больше, чем та сумма, которую он получил при продаже акций. Это значит, что на его счету с маржей осталось бы только 2000 долларов (3000 минус 1000) - несколько меньше, чем 30% от текущей рыночной стоимости акций (30% от 7000 долларов составляют 2100 долларов). Даже если он предпочтет нести убытки и закрыть сделку, ему пришлют требование внести дополнительно на депозит по крайней мере 100 долларов.

Иногда продажа без обеспечения может быть весьма благоразумно использована, чтобы защитить прибыль, полученную от покупки акций, если покупатель не хочет продавать их, а хочет получить доход от прироста капитала. Представьте себе, например, что вы купили 100 акций в августе путем обычной сделки за наличный расчет, и они поднялись в цене на 20 пунктов к следующему июлю. Если вы продадите их до истечения срока в 1 год, то получите 2000 долларов прибыли, но вам придется платить налог на краткосрочный доход от прироста капитала на эту прибыль по полной налоговой ставке с учетом постоянного дохода. Если вы входите в категорию налогоплательщиков, с которых взимают 50%, то вам придется уплатить 1000 долларов в виде налогов, а вам хотелось бы придержать эти деньги до следующего месяца - именно тогда ваш доход от прироста капитала будет считаться долговременным.

Ну, а что если за этот месяц цена на акции упадет, и

вы потеряете значительную часть прибыли? Вы этого не хотите. Вы даже не принимаете в расчет вероятность дальнейшего подорожания, а следовательно, и более высокой прибыли. Вы желаете защитить от потерь именно ту прибыль, которая у вас есть. Продажа без покрытия ста таких же акций и является гарантией безопасности. Если вы располагаете одинаковым количеством и реально купленных акций и акций без обеспечения, ваша позиция стабильна. Если акции подорожают, вы получите прибыль от имеющихся акций и потерпите такой же убыток на акциях без покрытия. Если они внезапно подешевеют, вы получите доход от сделки без покрытия и компенсируете тем самым потери, вызванные удешевлением акций. Доходы от прироста капитала полностью погасят его потери.

Стабилизируя прибыль таким образом, вы не изменяете налогового статуса своих акций. Вы откладываете получение своей прибыли и избегаете уплаты налога на краткосрочный доход. Ваши потери - это дополнительные комиссионные, налоги и процент, выплачиваемый за продажу без покрытия. (Необходимо отметить, что, по правилам федерального налогообложения, продажа без обеспечения не может быть осуществлена в течение одного налогового года, чтобы краткосрочный доход от прироста капитала не превратился в долгосрочный и налог уменьшился. Этот прием может быть использован только при переходе из одного года в последующий).

Другой особенностью сделки, называющейся "продажа без покрытия, уравновешивающая запас", заключается в том, что требование о поддержании маржи уменьшается с 30 до 10%. Такое уменьшение вызвано положением клиента, имеющего на кассовом счету столько же акций, сколько он имеет на счету с маржей без покрытия: возможность каких бы то ни было потерь при любых изменениях рыночной ситуации в таком случае исключена.

Хотя и очевидно, что продажа без покрытия имеет законное право на существование на свободном и упорядоченном рынке ценных бумаг, нельзя отрицать, что этот прием нередко использовался для махинаций. Результатом таких злоупотреблений были требования о запрещении продажи без покрытия. История продаж без обеспечения - и не совсем гладкая - началась лет 350 тому назад, когда стали торговать акциями

Немецкой Восточно-Индийской Компании. Но ей мы обязаны несколькими яркими страниц в историю Нью-Йоркской фондовой биржи, особенно в девятнадцатом столетии, когда продажа без обеспечения служила излюбленным оружием таких известных рыночных дельцов, как Коммодор Вандербилт, Дэниэл Дрю, Джей Гулд и Джим Фиск.

Эти люди старались загнать друг друга в "угол". Такая ситуация возникает, когда одному или нескольким людям удается получить настолько полный контроль над определенными акциями, что другие, продававшие их без покрытия, не могли покрыть свои издержки, приобретая на рынке такие же акции, если не принимали условий, диктовавшихся контролирующей группой.

Одно из классических дел такого рода - дело старой Гарлемской железной дороги, предшественницы Нью-Йоркского метро. Получив контроль над дорогой, Вандербилт принялся тянуть ее дальше через остров Манхэттэн. Дрю, тоже владевший долей акций дороги и получивший хорошую прибыль после повышения цены на акции, отыскал возможность получить еще более солидную прибыль. Он подтолкнул Совет Нью-Йорк Сити отменить монопольные права и привилегии на строительство дороги, рассчитывая, что такой поворот событий должен резко снизить цены на эти акции. И тогда же стал продавать акции без покрытия.

Его маневр оказался удачным, цены на акции пошли вниз. Но по мере того, как Дрю продавал, Коммодор покупал. В конце концов Дрю и некоторые члены Совета, поддерживавшие его, поняли, что продали акций без обеспечения больше, чем их было выпущено. У них не оставалось другой возможности, как подчиниться разорительным условиям, продиктованным Вандербилтом. Именно в это время появился знаменитая присказка, посвященная Дрю: "Тот, кто продает, что ему не принадлежит, купит все обратно или сядет в тюрьму."

Но даже если не вспоминать о таких крупномасштабных операциях, приходится признать, что продажа без покрытия была очень эффективным орудием в руках тех дельцов, которые объединяли свои усилия для взвинчивания цены на определенные акции и последующего снижения ее, одновременно совершая продажи без покрытия и получая огромные спекулятивные прибыли.

Очень часто выходило, что эти дельцы по сути не рисковали своим капиталом. Они ловко стимулировали интерес к определенной акции с помощью рекламы, а также за счет значительной активности на рынке конкретной акции. Эта активность была кажущейся, потому что стимулировалась с помощью так называемых *фиктивных продаж*. Фиктивные продажи, ныне запрещенные S.E.C. - это одновременная покупка и продажа крупных блоков акций по 1000 или, скажем, по 10000 акций. Большой объем сделки привлекал внимание публики, стремящейся покупать те акции, в отношении которых наблюдается повышенная активность на рынке. Пока клюнувшая на приманку публика скупала акции, способствуя повышению их в цене, дельцы выжидали, когда, по их расчетам, акции достигнут максимальной цены. Затем начинали продавать их без покрытия, сбивая цену настолько, что купив их снова, они получали хорошую прибыль.

Одной из самых важных реформ, проведенных Комиссией по ценным бумагам и биржам, было правило по пресечению злоупотреблений,

связанных с правом продажи без покрытия. S.E.C. в феврале 1938 года объявила, что акции могут быть проданы без покрытия только в условиях повышения рынка, каким бы временным оно не являлось.

Это правило, больше известное под названием "*правило одной восьмой*", сводится к следующему: если клиент помещает распоряжение о продаже без покрытия, то оно, придя в операционный зал биржи, должно быть зарегистрировано именно как распоряжение о продаже без покрытия. Брокеру в операционном зале запрещено его выполнять до тех пор, пока не поднимется цена. Например, если последняя продажа осуществлялась по цене 50, брокер не может продать эти акции без покрытия до тех пор, пока цена не поднимется до 50 1/8 или выше. В этом случае говорят, что он осуществляет продажу при движении цены вверх.

Из этого правила есть одно исключение. Брокер может продать акции по цене 50 - то есть по цене, преобладающей на рынке в момент последней продажи - если только последнее изменение цены шло в сторону повышения. Другими словами, одна, две или шесть предыдущих сделок могли заключаться по цене 50 лишь бы последняя цена, отличающаяся от данной, составляла 49 7/8 или еще меньше. В таком случае говорят о продаже при неизменной цене.

С введением в 1975 году консолидированной системы биржевых сводок перед S.E.C. возникло несколько новых проблем, связанных с продажами без покрытия. Комиссия хотела запретить продажу без покрытия по любой цене, которая была бы ниже последней цены, указанной на консолидированной ленте, независимо от того, в каком месте осуществлялась последняя продажа. Кроме того, Комиссия планировала запретить продажи без покрытия при неизменной цене, а также, после введения этих ограничений, все внебиржевые сделки, связанные с продажей без покрытия любых зарегистрированных акций.

Эти суровые правила серьезно осложнили работу биржевых специалистов, отвечающих за поддержание динамичности рынка тех акций, продажей которых они руководят. Тогда S.E.C. смягчила правила, установив, что продажи без покрытия могут осуществляться специалистами независимо от направления движения цены - по той цене, которая фигурировала на консолидированной ленте при последней подобной сделке. Но тем не менее специалисты не были удовлетворены. Главный их аргумент сводился к тому, что консолидированная лента может существенно отставать от действительного положения на рынке данной акции, и последнее изменение цены, отраженное на ленте как понижение, может на самом деле оказаться ее повышением на регулируемом ими рынке.

30 апреля 1976 года Комиссии по ценным бумагам и биржам пришлось пойти еще на одну уступку. Согласно принятым правилам, бирже было дано право выбирать за основу при продажах без покрытия или цены, преобладающие на Большой Бирже, или те, которые представлены на консолидированной ленте. Понятно, что N.Y.S.E. в этих условиях предпочла твердо придерживаться своих цен.

В настоящее время большинство продаж без покрытия предпринимается не торгующей публикой, а членами фондовой биржи. Означает ли это, что брокеры продолжают выкидывать старые штучки? Вовсе нет.

От 55% до 60% всех продаж без покрытия, регистрирующихся на N.Y.S.E., осуществляется маклерами. Им приходится прибегать к такого

рода продажам для выполнения своих обязанностей по поддержанию справедливого и организованного рынка тех акций, торговлей которых им предписано заниматься. Если брокер хочет выполнить для клиента распоряжение о продаже с немедленной реализацией, но распоряжений о покупке не поступает или те, что поступают, не устраивают брокера своей ценой, следует ожидать, что маклер предложит акции по более низкой цене. Он вынужден пойти на это, даже если в его хранилище таких акций нет. Ему необходимо продать акции без покрытия, чтобы завершить сделку.

Зарегистрированные биржевые маклеры, осуществляющие сделки за свой счет, нередко участвуют в продажах без покрытия. И делают они это не по приказу внутреннего голоса. Маклеры довольно скептически относятся к вечному пристрастию публики к повышающимся акциям. Они действуют иначе, совершая быстрые и частые операции по купле и продаже, с покрытием и без покрытия, стараясь извлечь хотя бы маленькую прибыль, пусть она составляет всего лишь долю пункта. В качестве членов Большой биржи они могут себе это позволить: им не приходится платить комиссионные вознаграждения брокерам. Но такие молниеносные операции находятся под пристальным наблюдением биржи.

Продажа без покрытия очень строго регулируется S.E.C., но все же остается одним из важнейших способов торговли акциями. Доказательством служит тот факт, что общее количество акций, проданных без покрытия на Нью-Йоркской фондовой бирже, и размер так называемого *дохода от краткосрочных вложений*, приводимые в ежемесячном отчете фондовой биржи, свидетельствуют о неуклонном возрастании таких сделок из года в год.

Как это ни парадоксально, большая доля от краткосрочных вложений рассматривается, в основном, как тенденция рынка к повышению. По мере роста процента от краткосрочных вложений растет и потенциальный объем распоряжений о покупке, поскольку каждый из тех, кто продает акции без покрытия, должен купить их, чтобы иметь средства закрыть сделку. Следовательно, доход от краткосрочных вложений вызывает прилив распоряжений о покупке, способствующих поддержанию рынка.

Общеизвестно, что публика хочет, чтобы цены на рынке акций возрастали и верит, что так оно и будет. Большинство инвесторов действуют, руководствуясь только этим желаниям. Исходя из таких представлений о вечном повышении, кто может отнять право у старого "медведя" (спекулянта, играющего на понижение) его право продавать без покрытия, если он считает, что публика ошибается?

Глава 23

Опционы - действительность и фантазии

В дополнение к торговле с маржей, "возведению пирамиды" (росту позиции за счет прибыли) и продаже без покрытия, человек, играющий на бирже, может применять еще один рыночный маневр, пользующийся особой популярностью в последнее время, который заключается в покупке и продаже опционов.

Если вам кажется, что определенная акция может подняться в цене в течение, например, следующих трех месяцев, вы можете купить опцион на покупку этих акций. Этот опцион на покупку дает вам право в любое время в течение трехмесячного периода купить 100 этих акций по цене, обозначенной в контракте на опцион. Осуществите ли вы покупку по этому опциону или нет - целиком зависит от вас. А точнее, от движения цены на рынке этих акций. Если их цена растет, и ее увеличение больше, чем цена купленного опциона, вам может быть выгоднее реализовать свой опцион и купить 100 акций по оговоренной цене. Или вы можете продать свой опцион в любое время до истечения срока его реализации и получить прибыль таким способом.

Например, если акции Rod & Reel продавались 1 августа по 50 долларов за каждую, вы можете купить опцион на покупку акций Rod & Reel по 50 долларов до октября. Это даст вам возможность купить акции именно по такой цене в любое время, начиная с 1 августа и до последнего дня опционной торговли в октябре.

Во сколько обойдется вам приобретение такого опциона на покупку акций? Это зависит от множества причин: каковы перспективы рынка в целом, насколько стабильной была цена на данные акции в прошлом, каковы прогнозы, касающиеся доходов по этим акциям и так далее. Но обычно трехмесячный опцион на покупку 100 акций стоимостью 50 долларов каждая (в данном случае полный

лот является стандартной единицей торговли) обходится в 500 долларов плюс комиссионный сбор порядка 25 долларов. Таким образом, ваш 500-долларовый опцион будет, очевидно, стоить вам по 5 долларов за акцию. Это и есть вознаграждение, которое вы платите. Если акции Rod & Reel поднимаются в течение трехмесячного периода не достигнув уровня первоначальной цены, к которой прибавляется премия, то есть поднимается от 50 до 55, то вы понесете убытки. Любая цена выше 55 принесет вам прибыль, потому что вы имеете право на покупку 100 акций компании Rod & Reel по 50 долларов за каждую. Если цена дойдет до 55, вы ничего не потеряете, но ничего не выиграете. Такая ситуация называется паритетом. Если акции будут стоить по 57 долларов, вы получите с каждой по 2 доллара прибыли.

В этот момент вы можете продать свой контракт на рынке опционов и получить прибыль в размере 200 долларов минус комиссионный сбор за покупку и продажу опциона (приблизительно 50 долларов). Итак, в результате операции вам удалось получить 150 долларов на вложенные 500, что составляет 30%.

Теперь представьте, что Rod & Reel не поднимается выше 53, и вы приходите к заключению, что дальнейшего повышения не произойдет до истечения срока вашего опциона. Вы можете продать контракт, хотя и потеряете на каждой акции по 2 доллара, или в общей сложности 200 долларов плюс комиссионные. Общая сумма убытков составит 250 долларов.

Утешительным фактором при покупке опциона является то, что вы не можете потерять ничего сверх того, что уплатили при его покупке. Однако, может так случиться, что цена акций пойдет вверх и поднимется выше указанной в контракте или снизится до 48, 47 или даже больше. Очевидно, при таких обстоятельствах нечего даже и думать о том, что кто-то окажется заинтересованным в приобретении вашего опциона на покупку этих акций по 50, если к тому же учесть, что срок его вскоре истекает. Итак, надо признать, что ваш опцион на покупку абсолютно бесполезен, и вы теряете свои 500 долларов плюс 25 за оформление опциона. Это максимум того, что вы

можете потерять, вне зависимости от того, насколько низко упадет цена на акции Rod & Reel.

Но именно в этом и заключается главная привлекательность опционов. Уж если вы его купили, то не потеряете больше того, во сколько обошелся контракт. А возможность роста вашей прибыли теоретически не ограничена. Вы можете получить 40% или 100% - и все за счет тех 500 долларов, которые вы вложили в покупку опциона. Если вы имеете 100 акций Rod & Reel, которые стоят 50 долларов каждая, и цена их возрастает с 50 до 57, вы можете продать эти акции и получить прибыль 700 долларов, что составит всего 14% от вложенного капитала. Но если вы приобрели опцион на покупку стоимостью 500 долларов, и цена выросла так же, то есть с 50 до 57, что на два пункта выше точки паритета, то ваша прибыль составит 40%. К тому же вы рискуете всего одной десятой того капитала, который пришлось бы вложить в покупку акций. Конечно, вы рискуете, надеясь, что акции поднимутся в цене хотя бы на пять пунктов. Тогда вы имеете возможность получить прибыль. Человеку, который имеет акции, не приходится брать на себя такой риск.

Из всех этих примеров можно сделать вывод, что ценность вашего опциона возрастает и уменьшается ровно на такую же величину, что и цена акций. Но это не всегда так. Очевидно, цена, по которой покупают и продают опционы, прежде всего зависит от движения цены конкретной акции. Опционы продаются на отдельном рынке, а не на том, где продаются акции. И те, кто занимается торговлей опционами могут иметь иное представление о будущем данной конкретной акции, чем те, кто покупает и продает сами акции. Если опционы продаются ниже паритета, то это значит, что цена на акции меняется очень незначительно в сторону увеличения или уменьшения. Но как только опцион достигает паритета, то есть затраты на него полностью окупаются, его цена начинает возрастать или убывать на ту же величину, что и цена самих акций.

Контракт с опционом вы можете продать на рынке опционов, получить свою прибыль и выйти из игры. Но сохранение контракта дает вам право приобрести данные

акции по указанной цене. Вы можете им воспользоваться, если полагаете, что перспективы этих акций вполне благоприятны. Например, если вы приобрели опцион на покупку акций Rod & Reel по 50 (плюс 5 долларов премии за каждую акцию), и если цена этих акций подскочила до 58 до истечения срока вашего контракта, вы можете осуществить свое право на покупку этих акций по 50 долларов. В этом случае ваши расходы будут выглядеть следующим образом: 500 долларов за контракт о покупке опциона, плюс 50 долларов комиссионного сбора плюс 5000 долларов за покупку акций плюс приблизительно 40 долларов комиссионных за покупку. Ваши расходы составят 5565 долларов, в то время как рыночная цена акций составляет 5800 долларов. Итак, вы выиграли 235 долларов.

Даже если вы не надеетесь получить ту прибыль по сделке с опционом, на которую рассчитывали, вам выгоднее решиться на покупку акций и тем самым ограничить свои убытки. Например, если вы заплатили 525 долларов за право покупки полного лота акций Rod & Reel по 50, вы можете реализовать опцион, когда цена акций дойдет до 53. Ваши общие расходы составят ту же сумму - 5565 долларов. Но рыночная цена полного лота составит 5300 долларов, и ваши убытки, таким образом, составят 265 долларов. Но это все-таки лучше, чем потерять 525 долларов, если цена вдруг упадет до 50 или ниже.

Опционы на покупку - не новость. Еще много лет тому назад вы могли бы приобрести опцион на покупку на внебиржевом рынке. Или купить там же опцион на продажу. Опцион на продажу является противоположностью опциона на покупку и дает вам право продать акции по указанной цене в течение оговоренного периода. Если вы предполагаете, что эти акции упадут в цене.

Росту популярности опционов способствовало появление в апреле 1973 года *Чикагской фондовой биржи* - первой в стране фондовой биржи, созданной исключительно для упорядочивания рынка по торговле опционами на продажу. В 1975 году на Нью-Йоркской фондовой бирже также началась торговля опционами. Был даже составлен особый список акций, зарегистрированных на Боль-

шой бирже, на покупку которых можно было приобретать опционы. Вскоре этому примеру последовали Филадельфийская и Тихоокеанская биржи. Дела на них процветали. Сначала торговали только опционами на покупку, но в дальнейшем разрешили также торговлю опционами на продажу на всех четырех биржах. Это произошло в июне 1977 года.

На старом внебиржевом рынке дилеры по опционам продолжают предлагать широкий выбор опционов на покупку и продажу различных акций. Здесь можно приобрести опцион, срок которого истекает в любой из 250 торговых дней.

На фондовых биржах, в отличие от этого хаоса, царит порядок. Опционы предлагаются на трех-, шести- и девятимесячный периоды. Других сроков истечения опционов не устанавливают. Контракты по опционам истекают в установленный срок, и обычно это суббота, следующая за третьей пятницей каждого месяца. Но существуют три разных временных цикла. Некоторые опционы работают по циклу январь, апрель, июль, октябрь. Другие заканчиваются в феврале, мае, августе и ноябре. Срок третьих истекает в марте, июне, сентябре и декабре. Таким образом, в течение года существует только двенадцать дат, когда истекают сроки контрактов.

Наконец, цены, по которым предлагаются опционы, стандартизированы. Если акции продаются по цене ниже 100 долларов, цены имеют шаг в 5 долларов. Если цена акции выше 100 долларов, то шаг может быть в 10 долларов. Цены на опционы и их изменения теснейшим образом увязаны с ценами на акции и их движением. Например, если бы акции Rod & Reel продавались по 30 долларов, вы могли бы в любое время купить или продать контракт на опцион по 25, 30, 35 или 40. Ни на одном рынке опционов вам бы не удалось найти цену, которая отличалась бы на большую величину от реальной цены Rod & Reel. В конце концов, никто не может быть заинтересован в покупке или продаже контракта по 50 или 55, если акции в текущий момент продаются по 30: вряд ли здравомыслящий человек сможет предположить, что цена на акции сможет так резко подняться за такое короткое

время при самой благоприятной ситуации на рынке.

Опционы на акции, цены которых имеют тенденции к резким колебаниям в ту или другую сторону, обычно стоят дороже, чем контракты на те акции, цены которых более или менее стабильны. Обычно за опцион на акции с достаточно устойчивой ценой приходится платить от 5 до 10% их рыночной цены, тогда как контракт на акции, цены которых сильно колеблются, может составить 15% от рыночной цены акций.

Ценность опциона как способа биржевой игры очевидна. Любой может быстро получить достаточно высокую прибыль, рискнув всего несколькими сотнями долларов. Ему потребуется вложить гораздо меньше денег, чем пришлось бы при торговле акциями с маржей, даже если размер маржи был бы очень мал - 40 или 50%. Конечно, в момент истечения срока опциона, когда клиент подсчитывает свои убытки, они могут оказаться выше, чем при торговле с маржей. Но если повезет, и цена на акции значительно вырастет, то по сравнению с полученной прибылью первоначальный расход может показаться незначительным.

Ценность применения опциона в качестве средства защиты не столь очевидна. Но если вам удалось получить прибыль по акциям, и вы хотели бы точно знать, что она будет защищена в течение трех, шести или девяти месяцев, вы можете купить опцион на продажу ваших акций по преобладающей на данный момент цене. Это даст вам гарантию, что вы получите именно эту цену за ваши акции, независимо от того, на сколько они упадут в цене к моменту истечения срока контракта.

Предположим, что вы купили 100 акций Rod & Reel по 20 долларов за каждую, а цена их увеличилась до 40 долларов. В этом случае ваш нереализованный доход равен 2000 долларов. Эти деньги, могут вам понадобиться, но через несколько месяцев, когда придется платить, скажем, за обучение детей в колледже. Вам не хотелось бы продавать акции именно сейчас, даже получив на руки прибыль - 2000 долларов. По вашему мнению, у акций Rod & Reel есть хорошие шансы вырасти в цене до 50 долларов или даже выше. Тем не менее, вам не хочется упу-

стить свою прибыль. Чтобы защитить себя от потерь, вы можете купить опцион на продажу сроком на шесть месяцев. Сумма, которую придется заплатить, будет зависеть от собственно цены на акции в текущий момент, от ее динамичности и от того, как она вела себя раньше.

Если на рынке происходит неожиданный спад, и акции дешевеют, например, до 32 долларов, вы можете до момента истечения контракта осуществить свое право на продажу своих акций по оговоренной цене, которая составляет 40 долларов, и которую вам предоставит продавец опциона. Конечно, вам придется заплатить за опцион на продажу, но это может оказаться лучше, чем потерять 800 долларов, если вы не захотели защитить свою прибыль опционом. Защитив себя таким образом, вы достигли той же цели, что и клиент, покупающий акции без покрытия, чтобы защитить прибыль от имеющихся у него таких же акций.

Конечно, если на рынке будет продолжаться повышение, и акции Rod & Reel возрастут в цене, например, цена их достигнет 47 или 48 долларов, вы потеряете ту сумму, которую заплатили за приобретение опциона на продажу. Но вас утешит то, что ваши авуары увеличатся в стоимости на 700 или 800 долларов. В этом случае вам придется считать потраченные деньги дешевой формой страховки. Вместо покупки опциона на продажу вы можете защитить свою прибыль, продав имеющиеся у вас 100 акций Rod & Reel по 40 долларов и приобретя опцион на покупку 100 акций по той же цене. Если цена на акции упадет, то максимум, что вы потеряете, это стоимость опциона на покупку. Но если она будет увеличиваться, вы сохраните свои позиции, потеряв только то, что заплатили за опцион.

Биржевой игрок, который осуществил продажу без покрытия акций Rod & Reel также может использовать опцион для того, чтобы оградить себя от возможных потерь. Но он будет использовать их с прямо противоположными целями. Вместо того, чтобы купить опцион на продажу для защиты от понижения на рынке, он приобретет опцион на покупку, чтобы суметь противостоять повышению цены на акции.

Конечно, вы можете достигнуть той же цели, поместив у своего брокера стоп-распоряжение о продаже акций, а тот, кто продает акции без покрытия, поместит стоп-распоряжение о покупке. Но многие предпочитают не пользоваться стоп-распоряжениями для защиты прибыли, потому что они не оставляют клиентам никакой возможности для маневра. Например, представьте себе, что вы купили акции Rod & Reel по 20 долларов, а потом их цена достигла 40 долларов. Желая сохранить большую часть полученной в результате этого роста прибыли, вы помещаете у своего брокера стоп-распоряжение о продаже акций по 37 долларов. Теперь представьте себе, что в результате распространения неблагоприятных слухов на рынок в течение одного дня было выброшено значительное количество этих акций. Это не могло не оказать влияния на цену, и она упала до 37 долларов. Ваше стоп-распоряжение о продаже превратилось в распоряжение с немедленной реализацией, и ваши акции были немедленно проданы. Затем, в течение нескольких дней рынок оправился от временного шока, слухи не подтвердились, и акции Rod & Reel вернулись на прежние позиции, то есть снова стали котироваться по 40 долларов. Но ваш пакет акций к тому времени был уже продан.

Опционы на покупку и продажу можно использовать не только для защиты прибыли от потерь, а также для превращения краткосрочного дохода от прироста капитала в долгосрочный, экономя таким образом на налогах. Допустим, вы являетесь счастливым обладателем 500 акций Rod & Reel, и они неожиданно повышаются в цене на 5 пунктов. Вы, конечно, вполне можете удовольствоваться этой прибылью, продать акции и выйти из игры. Но если вы купили эти акции немногим менее года тому назад, но вам необходимо их продать, придется платить налоги за полученный от продажи доход по полной ставке, предусмотренный для той категории налогоплательщиков, к которой вы принадлежите. Если бы вам удалось продержать акции до истечения года со времени их приобретения, ваш доход от прироста капитала будет облагаться налогом по более низкой шкале, соответствующей долгосрочным доходам. Но учитывая возможность паде-

ния цены на эти акции за два месяца, вы начинаете думать, не лучше ли их продать, даже уплатив гораздо больший налог.

В таких случаях соломоновым решением могут стать опционы. Вместо того, чтобы продать акции, нужно рассмотреть возможность продажи пяти опционов на покупку ваших пяти сотен акций компании Rod & Reel со сроком реализации в течение трех месяцев. Опцион на покупку дает возможность человеку, который его приобрел, купить ваши 500 акций по оговоренной цене в течение трех месяцев.

Если цена на акции упадет, опционом на покупку вряд ли воспользуются, но ваша прибыль будет надежно защищена той суммой, которую вы получили за продажу опциона. Но учтите, что эта сумма при уплате налогов будет считаться краткосрочной прибылью.

Если акции поднимутся в цене, то опцион на покупку, быть может, и будет реализован. Но если за это время ваша прибыль получит статус долгосрочной, вы сможете продать свои акции по цене, оговоренной в контракте, и плата за продажу опциона будет прибавлена к стоимости ваших акций, увеличив тем самым размер долгосрочной прибыли. Если покупатель захочет купить ваши акции по опциону до истечения необходимого вам срока, то вы можете купить еще одну партию акций для выполнения контракта, понеся краткосрочные потери капитала. Но у вас есть также возможность избежать продажи акций, выкупив проданные вами опционы за более высокую плату, чем та, которую вы получили при их продаже. Это также будет квалифицировано как краткосрочная потеря капитала.

Правда, в этом случае приобретение опциона на продажу не принесет ничего хорошего. В момент покупки срок владения акциями считается оконченным. Иными словами, отсчет времени для того, чтобы прибыль по акциям была признана долгосрочной, прекращается и не возобновляется до тех пор, пока опцион на продажу не будет реализован, или продан, или не истечет его срок. Поэтому приобретение опциона на продажу не позволяет защитить позиции акций, еще не достигшей статуса дол-

госрочной.

Тогда как многие покупают опционы на различных фондовых биржах надеясь получить прибыль, но впоследствии, не используя свои права, оговоренные в контракте, большая часть опционов продается частными владельцами или крупными организациями- инвесторами, имеющими солидный капитал. Означает ли это, что те люди, которые продают опционы на покупку акций являются биржевыми спекулянтами, играющими на понижение? Вовсе нет. Они рискуют своим капиталом по нескольким весьма разумным причинам: (1) их риск вознаграждается теми доходами, которые они получают за продажу опционов; (2) когда они продают опцион, они могут немедленно воспользоваться полученными деньгами; (3) поскольку они в большинстве случаев являются владельцами тех акций, на которые был продан опцион, они получают все дивиденды по этим акциям в течение того времени, которое указано в контракте; (4) контракты, которые они подписывают, представляют собой страховку против возможного резкого изменения цен на имеющиеся у них акции.

Поскольку активные торговцы опционами одновременно заключают контракты на десятки акций, то исходя из закона усреднения, они могут рассчитывать на то, что риск их будет не так уж велик. Обычно цены на различные акции изменяются независимо друг от друга. Торговец опционами может проиграть на одной акции, но выиграть на другой. Учитывая эти факторы, опытный и грамотный торговец опционами не столь сильно рискует, как может показаться с первого взгляда. В конце концов, обнадеживающим фактом всегда бывает получение вознаграждения за продажу опциона. Чтобы продавец опциона потерпел убытки, цена на акции должна подняться выше, чем ему заплачено за опцион.

Иногда такие торговцы покупают одновременно опцион на продажу и опцион на покупку одних и тех же акций. Эта сделка называется *двойным опционом* - двойным контрактом на акции. Каждый из контрактов написан на 100 акций, и в обоих указана одинаковая цена. Оба они оформляются за одинаковую плату.

Цель приобретения двойного опциона - стремление извлечь максимум выгоды из предполагаемых значительных колебаний цены конкретной акции, если не возможно точнее предсказать время и направление скачков цены. Например, акции могут неожиданно и очень резко подняться в цене настолько, что им окажется выгодно осуществить опцион на покупку. А после этого может произойти резкий спад, который даст возможность извлечь прибыль из опциона на продажу. Опционы очень изменчивы, но у них есть одно привлекательное качество - возможность получить большие деньги, не вкладывая крупных сумм, тем более, что в случае неудачи потери оказываются равны вложенной сумме.

Торговля опционами стала популярна в последние годы благодаря тому, что появилась возможность приобретать опционы на несколько сотен акций на фондовых биржах. И это очень надежные акции, потому что к акциям в отношении которых разрешена торговля опционами, предъявляются следующие требования:

(1) У частных владельцев должно находиться по крайней мере 7 миллионов акций.

(2) Владельцев акций, заинтересованных в получении прибыли по ним, должно быть не менее 6 тысяч.

(3) Объем торговли этими акциями за предыдущие двенадцать месяцев должен составлять не менее 2 миллионов 400 тысяч.

(4) Цена одной акции должна быть не менее 10 долларов и держаться не ниже этого уровня в течение трех предшествующих месяцев. Компания, претендующая на право продажи опционов на свои акции, должна иметь чистую прибыль в размере не менее 1 миллиона долларов в течение предшествующих восьми кварталов.

(5) Корпорация, которая выпускает акции, должна также отвечать требованиям, аналогичным тем, которые предъявляются к компаниям, впервые выдвигающим свои акции на регистрацию на фондовой бирже.

Централизованная рыночная система, созданная фондовыми биржами по торговле опционами, является миниатюрной копией централизованного рынка, созданного Комиссией по ценным бумагам и биржам для торговли ценными бумагами. В ней также имеется консолидированная биржевая лента, для информации о цене и объеме продажи, консолидированная котировочная система для публикации цен, по которым конкурирующие брокеры хотели бы купить или продать опционы и центральная

расчетная система, предназначенная для обслуживания всех торговых операций. Эти, а также другие технические новшества, помогают сберечь время и сокращают затраты труда. Не контролируется всего одна базовая величина, связанная с торговлей опционами: цена на опцион.

Были также разработаны программы для расчета стоимости опциона, исходя из срока его действия, а также степени риска, связанного с конкретной акцией. С их помощью можно определить, был ли опцион продан слишком дорого или слишком дешево. Применяют и дополнительные программы для разработки обоснованной стратегии продажи и покупки опционов.

Различные виды биржевой игры: торговля с маржей, продажа без покрытия, опционы на покупку и продажу, а также умение сопоставить степень риска и затрат для каждого отдельного случая в сравнении с другими, - делает жизнь профессионального биржевика очень сложной и требующей глубоких и разнообразных знаний. Этим и можно объяснить тот факт, что среди людей, занимающихся игрой на бирже, чаще встречаются проигравшие, чем выигравшие.

Еще более глубокой причиной этого является склонность биржевых игроков действовать под влиянием мгновенного порыва или предчувствия, нежелание тщательно изучить все, что касается деятельности компании, акции которой они хотят покупать или продавать. Бернард М. Баруч - один из самых удачливых, пожалуй, американских биржевых игроков, считал для себя непреложным правилом ни при каких обстоятельствах не начинать рискованных предприятий, не изучив предварительно всех фактов, с ними связанных. Как он объяснил однажды, для того, чтобы биржевая игра была удачной, требуется не только смелость, настойчивость и здравый смысл, не затуманенный эмоциями, но, прежде всего, способность к энергичному и постоянному анализу и обобщению всех имеющихся в распоряжении фактов.

Глава 24

Каким образом работает рынок

БОЛЬШИНСТВО из тех, кто впервые решается на покупку ценных бумаг, руководствуется совершенно неверными мотивами. Обычно они покупают, потому что слышат, как другие, в том числе друзья и коллеги, обсуждают эту проблему. Наверное, одно из качеств человеческой натуры - вера в то, что другие знают нечто, неизвестное нам. Например, располагают конфиденциальной информацией о положении дел конкретной фирмы. А существует ли вообще конфиденциальная или внутренняя информация?

Вне всякого сомнения.

Директора компании и другие руководители знают о своей фирме и о ее перспективах гораздо больше, чем может знать кто-либо еще. У них есть родственники и друзья, с которыми они обсуждают положение дел компании. Эти люди и располагают тем, что называется конфиденциальной, привилегированной информацией, доступной только "изнутри". Поэтому S.E.C. долго и внимательно следила за торговыми операциями руководителей компаний и других сотрудников, имеющих доступ к закрытой информации (инсайдерами). Комиссия отнюдь не хотела повторения предшествовавшей 1929 году ситуации, когда многие служащие из руководящего состава компаний, рассматривая торговлю акциями компании как свою привилегию, использовали в своих сделках конфиденциальную информацию, считая ее частичной компенсацией за свою работу.

В настоящее время любой инсайдер обязан докладывать S.E.C. о каждой произведенной им сделке, в которой участвуют акции его компании. Список таких сделок публикуется ежемесячно. Инсайдеру ни при каких обстоятельствах не разрешается продавать акции своей компании без покрытия. Если ему удается получить прибыль от

покупки или продажи акций в течение шести месяцев, она возвращается компании, независимо от того, будет ли доказано, что при сделке использовалась внутренняя информация. А если окажется, что инсайдер замаскировал свою сделку, проведя ее от имени жены, родственника или друга, то это будет квалифицировано как заключение сделки от собственного имени.

Конфиденциальная информация, без сомнения, перестает быть таковой, как только становится доступной всем. Но когда все-таки можно считать, что она перестала быть конфиденциальной? Это ключевой вопрос в процессе, начатом S.E.C. в мае 1966 года. Процесс касался десятка директоров и служащих из руководящего состава компании Texas Gulf Sulfur, открывшей в ходе геологической разведки ценные запасы свинца, цинка и меди на территории, приобретенной ею в штате Онтарио. Компания скупила и находящиеся по соседству земельные участки, завершив разведку в марте 1964 года. 16 апреля 1964 года компания Texas Gulf объявила об открытии месторождений на пресс-конференции.

S.E.C. утверждала, что некоторые руководители воспользовались внутренней информацией для покупки акций компании еще до того, как стали широко известны результаты разведки. Дошло до того, что одного из директоров обвинили в служебных нарушениях, хотя он приобрел 3000 акций компании через час после того, как информационные службы, работающие при крупных банках и брокерских конторах по всей стране, оповестили об этой новости. В федеральном районном суде, куда был возвращен первый приговор, обвинение было отклонено. Были оправданы все обвиняемые, кроме двоих. Но американским промышленникам стало известно, что S.E.C. более бдительно, чем прежде, следит за сделками, заключаемыми официальными лицами компании и другими инсайдерами.

S.E.C. особенно подчеркивала свою роль в начатом ею расследовании деятельности брокерской фирмы Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith. Фирма обвинялась в том,что позволила десяти крупнейшим организациям-инвесторам воспользоваться внутренней информацией, которую она получила во время создания андеррайтинговой группы для Douglas Aircraft Company. Точнее в том, что брокерская фирма распространила среди некоторых своих клиентов сообщение о том, что размер доходов фирмы Douglas за первые шесть месяцев текущего года оказался существенно меньше, чем об этом сообщалось ранее. Было заявлено также, что, основываясь на этой информации, десять самых крупных вкладчиков Merrill Lynch продали без покрытия в общей сложности 190 тысяч акций компании Douglas за день или за два до того, как было опубликовано сообщение о доходах компании за первую половину года. Поскольку руководители фирмы чувствовали, что будет мало пользы от долгих споров с S.E.C. о том, какую именно информацию нужно, а какую не нужно считать конфиденциальной, они предпочли отделаться минимальным штрафом, наложенным S.E.C., и не участвовать в дальнейшем разбирательстве. Но некоторые из клиентов фирмы, которых также обвинили в нарушении антикризисных постановлений Закона о ценных бумагах и биржах от 1934 года, настаивали на продолжении

расследования. Все они, кроме Dreyfus Fund, были признаны виновными.

В 1974 году в Апелляционном Суде Соединенных Штатов рассматривалось дело, суть которого состояла в следующем: может ли брокерская фирма, выполняя роль инвестиционного банкира компании, одновременно вести брокерско-дилерские операции с ее ценными бумагами, не нарушая внутренних правил торговли.

Shearson Hammill & Co. - крупная фирма-член фондовой биржи - утверждала, что между ее отделом по торговле и инвестиционно-банковским отделом не существовало никаких связей (по образному выражению, эти отделы разделены "китайской стеной"), хотя, по заявлению истцов, была ли такая стена или нет, но из инвестиционного отдела в торговый по крайней мере четыре раза передавалась информация об ожидаемом повышении акций Tidal Marine Co., несмотря на то, что этот отдел также располагал такой информацией об акциях компании, которая еще неизвестной широкой публике. Но фирма Shearson настаивала, что его инвестиционно-банковский отдел получил эти данные через несколько недель после того, как истцы заключили сделки, касающиеся покупки акций Tidal Marine.

Несмотря на благоприятный исход "процесса о китайской стене" (именно под этим названием он стал широко известен), фирмы на Уолл Стрит стали принимать энергичные меры, чтобы разорвать все связи между своими инвестиционно-банковскими и торговыми отделами. Они надеялись таким образом избежать обвинения в нарушении правил S.E.C. о внутренней торговле. Однако S.E.C. решила эти проблемы более радикально: запретила торговым агентам брокерских фирм рекомендовать для продажи акции тех компаний, которые имеют с фирмой еще и андеррайтинговые отношения.

Из всех описанных случаев, вы можете сделать абсолютно справедливый вывод: да, существует конфиденциальная информация о компании. Но вы должны также очень четко осознать, что внутренняя информация, имеющая действительно важное значение, держится под строжайшим секретом, что ни вам, ни любому другому инвестору не удастся ее получить до того, как она станет общеизвестной.

Компании, находящиеся в акционерной собственности, обязаны незамедлительно сообщать обо всех фактах, которые могут повлиять на цену акций, а также на любое решение о вложении денег в эти акции. Новости, и благоприятные, и неблагоприятные, должны немедленно становиться достоянием публики. Фондовые биржи проводят строгую и детально разработанную политику, касающуюся раскрытия информации, особенно когда речь идет о том, что может быть квалифицировано как внутренняя информация. Утечки действительно ценной и заслужива-

ющей доверия информации очень-очень редки. Вот почему тот, кто вкладывает свои деньги, основываясь на частной информации, очень часто оказывается обманутым.

Итак, как же человеку следует приступать к инвестированию? Если ему ничего не известно о рынке или об акциях различных компаний, то куда ему следует обратиться за информацией?

Наверное, первый и наиболее очевидный источник, приходящий в голову, - газеты. Например, одна из крупных ежедневных столичных газет, публикующих наиболее полные сводки котировок акций, а также подробный обзор финансовых новостей. Можно порекомендовать также одно из региональных изданий The Wall Street Journal.

Если инвестор еще не слишком хорошо разбирается в *таблицах акций*, то первым его шагом должно стать их регулярное изучение.

Если он читает утренние газеты, то найдет в них данные об акциях, продававшихся накануне на разных биржах. Эти данные приводятся в алфавитном порядке и разбиваются на несколько разделов, в каждом из которых приводится краткая информация о торговле не определенной бирже. Поэтому в качестве заголовков фигурируют названия бирж. В вечерних газетах дается та же информация, только об акциях, продававшихся и покупавшихся в течение текущего дня.

В *консолидированных таблицах акций*, которые приводятся в некоторых газетах, дается более полная информация. Но если на бирже или на внебиржевом рынке произошла продажа наших знаменитых акций Rod & Reel, и если в вашей газете публикуются консолидированные таблицы акций, то сообщение об интересующей нас акции за один день будет выглядеть следующим образом:

I		II	III	IV	V	VI	VII	VIII
Year to Date		*Stock &*	*P-E*	*Sales*				*Net*
High	*Low*	*Dividend*	*Ratio*	*in 100s*	*High*	*Low*	*Close*	*Change*
42½	38¾	Rod & Reel 2	12	17	40¼	39⅝	40¼	+¾

Эти данные следует понимать следующим образом. Цена акции изменяется в узких пределах; крайние ее значения за весь год (I) - максимальное 42½ и минимальное 38¾. Сравнение этого диапазона цен с диапазонами цен других акций даст вам некоторое представление о типе акции: являются ли они объектом для инвестиций или для биржевой игры. Из одного не слишком точного правила следует, что чем больше размах колебания цены, тем меньше инвестиционное качество акции.

Сумма дивиденда, стоящая рядом с названием акции (II), дает еще один ключ к установлению ее качества. Если годовая норма дивиденда составляет 2 доллара, а текущая цена - 40 долларов, то в год доход по дивидендам составит 5%. Очень часто рядом с дивидендом стоит маленькая буква, означающая сноску. Эти сноски очень важны, поскольку в них может быть указано, что в сумму дивиденда включен и дополнительный дивиденд, или таков был дивиденд за прошлый год, или это общая сумма выплат за текущий год, поскольку акция не имеет регулярного дивиденда, или указано, что этот дивиденд относится к другим видам выплат.

Отношение цены к доходу (III) для любой акции рассчитывается путем деления величины, составляющей рыночную цену акции, на указанный или действительный доход на одну акцию. Если Rod & Reel продаются по 40¼, а рассчитанная прибыль на каждую составляет 3.50 доллара, наша акция имеет отношение цены к доходу 11.5 (40.25 деленное на 3.50). Это число можно округлить для краткости.

Количество проданных акций (IV) показывает, насколько хорошо шла торговля по сравнению с торговлей другими акциями, что и указывает на интерес к ней. Объем продажи акций, возбуждающих сугубо спекулятивный интерес, очень часто превосходит объем продажи самых первоклассных лидирующих на рынке акций.

Высшая (V) и низшая (VI) цена, а также цена при закрытии биржи (VII) дает вам возможность взглянуть с высоты птичьего полета на то, как изменялась цена акции в течение торгового дня. В любой день движение цен

не будет одинаковым для разных акций. Но такой путь цены Rod & Reel покажет вам, что характеристика рынка этой акции согласуется с другими акциями и с рынком в целом. Если в момент закрытия цена акции достигла максимума, и если на рынке в целом в этот день произошло понижение, вы можете сделать вывод: данные акции продемонстрировали свою устойчивость, так как сумели противостоять общей тенденции к понижению.

На консолидированной ленте, где приводятся данные обо всех рынках, данные об объемах продаж и ценах в момент закрытия, публикующиеся в печати, - это те цифры, что преобладали в 5.30 дня, E.S.T. Именно в это время заканчивается торговля на рынке Западного побережья, спустя полтора часа после закрытия Нью-Йоркской фондовой биржи.

Изменение стоимости (VIII), составляющее в нашем случае +3/4, показывает разницу между ценами при закрытии рынка в данный день (40 1/4) и накануне (это число, как нетрудно догадаться, составляет 39 1/2).

Иногда вы обращаете внимание на то, что цена на акции упала по сравнению с предыдущим днем, а число, показывающее изменение в цене, не дает соответствующей разницы. Так происходит, когда *акция продается без дивиденда.*

Представим, что Rod & Reel выплачивает квартальный дивиденд в размере 50 центов владельцам акций, зарегистрированным на конец дня 15 сентября. Начиная с предыдущего понедельника, 11 сентября, и до пятницы, акции будут стоить на 50 центов дешевле, потому что те, кто покупает их в этот период, не имеют права на дивиденд в связи с тем, что в течение пяти рабочих дней нужно произвести расчеты по проданным акциям. Таким образом, только те, кто являлся владельцем акций в момент закрытия рынка в пятницу 8 сентября, будут числиться в списках компании в пятницу 15 сентября. В любой день, когда акции продаются без дивиденда (в нашем случае таким днем оказался понедельник 11 сентября), цена их уменьшается ровно на величину дивиденда. Если все происходит именно так, то изменения цены указано не будет. Правда, иногда акции резко возрастают в цене

и цена акции без дивиденда "догоняет" цену акции с дивидендом. В момент закрытия изменение цены в нашем случае должно быть +1/2, тогда цена акции без дивиденда будет такой же, какой она была до этого.

Этот пятидневный интервал важен и в том случае, когда акция становится "акцией без прав". Например, компания, выпустив дополнительную партию акций, может объявить, что владельцы акций, зарегистрированные на пятницу 15 сентября, имеют право купить новые акции в количестве, пропорциональном старым авуарам, по цене несколько ниже рыночной. Но очевидно, что те, кто купил акции до пятницы 8 сентября, и будут находиться в списках компании спустя пять рабочих дней (или через неделю). Все, кто купил их позже, таких прав иметь не будут. Когда акция остается "без прав", она продается по цене ниже рыночной на величину, примерно равную стоимости прав. В период, когда права могут быть осуществлены, акции с правами и без прав покупаются и продаются отдельно и нередко даже отдельно котируются в таблицах акций. Цены их изменяются в сторону повышения или понижения, в основном отражая силу или слабость "родительской" акции.

Очевидно, было бы ошибкой делать какие-нибудь окончательные выводы об акции, основываясь исключительно на примере одного дня торговли. Но если вы проследите за акцией в течение какого-то времени и сравните ее примерно с десятком других, особенно если они будут из той же области, у вас сложится впечатление о том, как эту акцию расценивают тысячи других людей, из ежедневных сделок которых складывается рынок.

Не все газеты публикуют полные котировки акций Большой биржи. Также далеко не все используют таблицы, составленные на основе консолидированной биржевой сводки. Некоторые из них освещают только сделки, происходящие на Нью-Йоркской фондовой бирже, полностью игнорируя то, что может происходить на внебиржевом рынке или на региональных биржах, или то, что может произойти на тихоокеанском побережье после закрытия Большой биржи. В маленьких городах газеты могут помещать данные примерно о 100 акциях, не вдаваясь в подробности, касающиеся цены при закрытии или разницы в цене по сравнению с предыдущим днем. В больших городах прекращена прежняя практика публикации котировок покупателей и продавцов на зарегистрированные акции, торговля которыми не производилась в течение дня.

Данные об акциях Американской фондовой биржи не столь широко

публикуются в прессе, как данные об акциях Большой биржи. А акции, зарегистрированные на региональных биржах, пользуются вниманием прессы только там, где функционируют материнские компании и где публика проявляет хоть какой-нибудь интерес к их акциям. Этим же объясняется количество информации о незарегистрированных акциях, которая отбирается ежедневно из национальных и региональных листков, предоставляемых Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам через NASDAQ. Крупнейшие газеты, выходящие в больших городах, публикуют весь национальный список N.A.S.D.

Цены на облигации, о которых сообщается в газетах, могут сбить с толку кого угодно. Хотя облигации продаются партиями по тысяче долларов за каждую, тем не менее цены указываются таким образом, как будто стоимость партии исчисляется сотней долларов. Например, котировка 98 означает, что действительная цена составляет 980 долларов. 98¾ на деле оказывается равной 983.75.

Поскольку цены на правительственные облигации, продаваемые на открытом рынке, имеют шаг не ⅛ и не в ¼, а в 1/32, для них была выведена специальная формула, по которой записывается цена. Например, напечатанная котировка 99.16 в действительности означает цену 995 долларов. Вот как можно ее получить: точка в котировке не эквивалентна десятичной точке; это всего лишь средство отделения целой части числа от его доли. В данном случае котировку следовало бы записать в виде 99 16/32 или 99½ или 995. Иногда облигации Государственного Казначейства изменяются в цене при продаже не на 1/32 часть, а на 1/64. Если после опубликованной котировки на правительственные облигации ставится плюс, то это значит, что к опубликованной цене должна быть добавлена 1/64.

Практически каждая ежедневная газета публикует в дополнение к котировкам конкретных ценных бумаг сообщение о среднем направлении изменения цен на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Существует ряд таких *индексов курсов*, которые могут служить барометром в бизнесе. Наиболее известный из них - это *индекс Доу-Джонса.*

На самом деле существует не один, а четыре индексов Доу-Джонса: для акций промышленных, транспортных, коммунальных компаний и совокупный, в котором учте-

ны все три вышеуказанных. Эти индексы вычисляются постоянно, их можно узнать в любой момент, воспользовавшись настольным аппаратом, по которому передаются котировки. О них официально сообщают через каждые полчаса в течение всего торгового дня.

Индекс Доу-Джонса для акций коммунальных компаний - это средняя цена пятнадцати таких акций; транспортный индекс выводится на основании цен на двадцать акций различных железнодорожных, авиа и автотранспортных компаний; индекс для акций промышленных компаний основывается на стоимости акций тридцати крупнейших фирм-изготовителей и оптовых торговых фирм. Совокупный индекс рассчитывается, исходя из всех шестидесяти пяти.

Эти индексы были введены в 1897 году, кроме индекса для акций коммунальных компаний, впервые вычисленного в 1929 году. Со временем их стали воспринимать как Библию для бизнесменов. Это произошло отчасти потому, что компания Dow Jones & Company, Inc., которая впервые стала ими пользоваться, издает ведущую финансовую газету страны Wall Street Journal. Эта же компания руководит службой биржевых новостей, известной под названием *биржевая лента.* Ее можно увидеть в любом крупном банке или брокерской фирме, где данные этой службы выводятся на большой электронный экран.

Но в последние годы растут сомнения в божественном происхождении этой "Библии", а также в том, что индексы Доу-Джонса являются непогрешимым барометром биржи. Эта критика прежде всего направлена против индекса Доу-Джонса для акций промышленных компаний и основана на двух доводах.

Во-первых, можно спорить по поводу того, насколько точно представляют те 30 акций, на основании которых он рассчитывается, все те акции, которые зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже. Слишком многие из них классифицируются как "голубые фишки" - обычные акции наиболее известных крупных компаний, зарекомендовавших себя высокими показателями получаемых доходов и выплачиваемых дивидендов, а также высоким уровнем руководства, качеством продукции и услуг. Такие акции имеют высокую цену и низкий уровень дохода. (Название "голубая фишка" произошло от карточной игры - покер, где голубая фишка имеет наибольшую стоимость.) К таким известным компаниям относятся General Motors, Exxon, duPont, Procter & Gamble, American Can, Eastman Kodak, General Electric, General Foods, U.S. Steel и Sears, Roebuck. А одна из фирм, American Telephone даже является предприятием коммунального обслуживания, а не промышленным предприятием.

Во-вторых, в течение многих лет некоторые из этих акций подвергались дроблению, и каждый раз цены их пропорционально понижались. Например, если происходило дробление "два к одному", то цена должна уменьшится на 50%. При дроблении "четыре к одному" она должна

упасть на 75%.

В 1928 году для устранения этих искажений и соблюдения последовательности индексов компания Доу-Джонс ввела новую систему расчетов. Раньше расчет производился следующим образом: сумму цен акций при закрытии (имеются в виду акции, используемые в расчете) делили на количество их, которое было постоянным. В измененную систему был введен искусственный делитель, который остается постоянным, пока акция не подвергается расщеплению, или пока ее цена значительно не уменьшается за счет дивиденда, выплаченного акциями, или пока сама акция не заменяется другой. Во всех этих случаях компания Доу-Джонс вычисляет новый делитель, который компенсирующий произошедшее изменение.

Неадекватность этой системы, ее недостаточная математическая точность видны из того факта, что существует возможность повышения индекса Доу-Джонса для индустриальных акций в то время, как их совокупная стоимость понижается. Например, в один из дней индекс Доу-Джонса показал подъем примерно или на 0,5% или на 1%. Но в тот самый день действительная стоимость акций всех 30 компаний, входящих в расчет, упала с 26.5 миллиардов долларов до 25.5 миллиардов долларов. Очевидный подъем индекса был вызван подъемом цен сравнительно небольшого числа акций тех компаний, не имевших такого значительного количества выпущенных акций, как те компании, акции которых упали в цене.

В течение последних лет индустриальному индексу Доу-Джонса был брошен серьезный вызов. Корпорация Standard & Poor - крупнейшая национальная организация, занимающаяся исследованиями в области ценных бумаг разработала индекс, в котором учитывались 500 акций. В течение долгого времени Standard & Poor публиковала и другие индексы: ежедневный индекс, основанный на 90 акциях и еженедельный индекс, основанный на 480 акциях, - правда их появление стало возможным только после 1957 года, когда быстродействующие компьютеры позволили рассчитывать более точные индексы каждые полчаса. Только тогда Standard & Poor решила бросить вызов Dow Jones.

Индекс, учитывающий данные о 500 акциях, стоимость которых составляет 86% от общей стоимости акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, без всякого сомнения, опирается на более серьезную научную базу, чем индекс Доу-Джонса, и представляет более точную картину происходящего на рынке. И это на самом деле так, потому что при расчете индекса Standard & Poor цена каждой акции умножается на количество выпущенных акций, и тем самым учитывается

больший вклад наиболее значительных и влиятельных компаний - таких как A.T.&T. и General Motors, а также IBM, которая вообще не входит в индекс Доу-Джонса.

Несмотря на то, что индустриальный индекс Доу-Джонса имеет существенные статистические недостатки, а индекс Standard & Poor разработан на более серьезной научной базе и учитывает состояние 500 акций, между ними очень редко возникают несоответствия (эти индексы параллельны). Почти не случается, что один показывает плюс, а другой минус. Это происходит только в те дни, когда у рынка нет четкой ориентации в определенном направлении. При значительных колебаниях они дают примерно одинаковую картину: попеременно то один, то другой первым указывает на грядущее изменение на рынке. В общем индекс Доу-Джонса более чувствителен к кратковременным изменениям, тогда как индекс, основанный на данных о 500 акциях, дает более надежный долговременный прогноз.

Standard & Poor гордится тем, что ее индекс используется Советом управляющих Федеральной Резервной системы и Министерством торговли, а также федеральными чиновниками и экономистами. Индекс Доу-Джонса благодаря своему стажу и популярности в среде финансовой прессы, а также на радио и телевидении, имеет мощное влияние на общественное сознание, а особенно на тех людей, которые являются частыми посетителями брокерских офисов.

Между этими двумя индексами есть одно существенное различие, обусловленное разницей в количествах акций, которые используются в том и в другом случае. Когда индустриальный индекс Доу-Джонса достигает 975, индекс 500 акций примерно равен 100, и это соотношение между ними поддерживается достаточно устойчиво независимо от изменений в ту или в другую сторону. Индекс Доу-Джонса примерно в десять раз больше, чем индекс Standard & Poor. Эта разница возникла из-за того, что Standard & Poor постаралась в противовес раздутым значениям индекса Доу-Джонса получить такое численное значение индекса, чтобы максимально приблизить его к усредненной цене всех акций, продающихся на Нью-Йор-

кской фондовой бирже.

В течение нескольких лет Нью-Йоркская фондовая биржа настаивала на том, чтобы компания Dow Jones ввела в индекс коэффициент, делящий его на 10, или предложила другую формулу, в которой было бы численное значение индекса, составляющее некоторую часть от текущего уровня. Но компания Dow Jones, рассматривающая индексы как святая святых, несмотря на значительные изменения, а именно замену акций одной компании акциями другой, не желала ничего слышать о нововведениях.

Причина, по которой фондовая биржа хотела бы располагать индексом Доу-Джонса в сокращенном виде, вполне понятна. Она тревожится об эффекте, производимом на публику газетными заголовками о том,что акции упали на 25 пунктов. Когда заголовки кричат о подъеме рынка на 25 пунктов - это счастье. Но большие цифры, независимо от того, свидетельствуют они о спаде или о подъеме на рынке, производят на публику ложное впечатление нестабильности рынка.

Как бы вы ни разъясняли ситуацию, людей все же будут сбивать с толку пункты индексов Доу-Джонса: они ассоциируются в их сознании с ценой в долларах, несмотря на то, что между ценой и индексом нет ничего общего. В тот день, когда индекс Доу-Джонса изменяется на 15 пунктов, например, с 900 до 915, общая цена в долларах всех акций, зарегистрированных на бирже, может возрасти всего на 2%.

Недовольство индексом Доу-Джонса явилось одной из важных причин того, что в 1966 году Нью-Йоркская фондовая биржа стала публиковать свой собственный официальный сложный индекс, а также свои индексы по четырем группам: индустриальной, транспортной, коммунального обслуживания и финансовой. Сложный индекс - это набор данных обо всех 1532 обычных акциях N.Y.S.E.. Нет ничего удивительного и в том, что в результате вычисления "официального" индекса получается веичина, близкая к 50 долларам - средней цене акций на бирже в соответствующее время. Чтобы биржа не пришла в "замешательство" от своего индекса предусмотрено

поддерживать его на "нейтральном" уровне или путем его расщепления, или путем изменения базисного периода, когда это необходимо.

И еще один новый индекс появился на свет в начале 1966 года. Это был первый индекс ценных бумаг Американской фондовой биржи - так называемый Индекс изменения цен, замененный в 1977 году на индекс, которым продолжают пользоваться и по сей день - Индекс рыночной цены, более тесно связывающий Американскую фондовую биржу с другими индикаторами рыночной цены в бизнесе. Сложный индекс NASDAQ был введен 5 февраля 1971 года.

Глава 25

Как разобраться в сообщениях по финансовым вопросам

ЕДВА лишь человек начинает следить за ценами на акции и за различными индексами, его внимание привлекают и финансовые разделы газет.

Очевидно, именно в них можно найти самую важную информацию и о бизнесе в целом, и об отдельных компаниях, о планах по их расширению, о выпуске новой продукции, об их доходах и торговой статистике. Некоторые из этих заметок, касающихся деятельности отдельных компаний, бывают слишком оптимистичными, поскольку зачастую основываны на фактах, предоставленных самой компанией. Но любая солидная газета все же старается быть настолько объективной, насколько это возможно, когда речь идет о публикации финансовых новостей.

Типичным признаком финансового раздела любой газеты, издаваемой в большом городе, является ежедневная колонка, где информация о состоянии рынка акций анализируется с точки зрения различных факторов: первичной тенденции, вторичного движения, уровня противодействия и так далее.

Хотя существуют технические факторы, которые могут указывать направление развития рынка на короткий период времени: объем продаж без покрытия, соотношение сделок с неполными и полными лотами, соотношение покупок и продаж неполных лотов, число акций, достигших своей максимальной цены, число акций, цена которых упала до своего минимума и т.д. - все они имеют большее значение для профессиональных биржевых маклеров или спекулянтов, чем для средних инвесторов. Особенно это относится к новичкам, которые по понятным причинам могут прийти в смущение при упоминании о "двойном максимуме" или о "голове и плечах", то есть о конфигурациях кривых, столь дорогих сердцу специали-

стов.

Тем не менее, чтение колонок, посвященных рынку, может быть весьма увлекательным чтением после того, как станет понятен этот язык. Вскоре даже самые неопытные обнаруживают, что начали понемногу разбираться в таких оборотах, как "технически сильный" или "технически слабый", а также в том, что такое "проценты по краткосрочным займам" или "теория Доу".

Обороты "технически сильный" и "технически слабый" имеют определенное значение. Представьте себе, что цены на акции более или менее устойчиво поднималась вверх в течение долгого времени. В таком движении рынка неизбежно присутствуют скачки цен и в сторону увеличения, и в сторону уменьшения, то есть на рынке происходят спады и подъемы. Если объем продаваемых на рынке акций велик, когда акции поднимаются в цене, и мал, когда их цена падает, на фоне общей тенденции к повышению, то о рынке можно сказать, что он является технически сильным. Напротив, если объем проданных акций велик там, где происходит понижение цен, и мал там, где происходит их увеличение, то рынок характеризуют как технически слабый. Большая величина объема продажи обычно идентифицируется с доминирующим на рынке направлением.

Термин "*количество акций, проданных без покрытия*" относится, естественно, ко всему количеству акций Большой биржи, проданных без покрытия, и следовательно, купленных в течение некоторого времени для того, чтобы их продавцы смогли закрыть свои позиции по совершенным сделкам без покрытия. Некоторые комментаторы, работающие на фондовых биржах, считают, что количество акций, которое необходимо купить, чтобы закрыть совершенные ранее продажи без покрытия, - самый главный показатель технической силы или слабости рынка. Изменения этого показателя, иногда очень резкие, воспринимаются специалистами как сигнал грядущего повышения или понижения на рынке. Но все-таки стоит помнить, что даже когда количество акций, необходимое для закрытия сделок без покрытия, достигло в 1981 году рекордного значения - более 89 миллионов ак-

ций, это составило менее 1% всех акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже. Конечно, вы можете спросить, неужели маленький хвост может вертеть такой огромной собакой? Но с другой стороны, таково мнение крупнейших биржевых маклеров, занимающихся именно продажами без покрытия, а это люди, которые, вероятнее всего, больше остальных знают и разбираются в рынке.

Теория Доу - одна из самых известных, сложных и малопонятных торий рыночной деятельности. Вероятно, потому, что ни сам Чарльз Доу, основавший компанию Dow Jones & Company, и никто из его многочисленных последователей не смог достаточно четко сформулировать ее (установить границы применимости).

Суть теории состоит в том, что в любой момент индексы Доу-Джонса испытывают влияние трех тенденций. Первичная - это ярко выраженная тенденция к повышению или понижению, наблюдаемая в течение нескольких лет (так называемый растянутый рынок, с тенденцией к повышению курсов или, соответственно, к их понижению). Вторичная - это тенденция к сильному понижению на первоначально повышающемся рынке или серьезное повышение на первоначально понижающемся рынке. Эта тенденция может сохраняться от трех недель до трех месяцев. И, наконец, третья - это тенденция к колебанию цен изо дня в день. Эти колебания чаще всего бывают относительно несущественными.

Уязвимым местом теории является то, что надежные заключения об основном направлении развития рынка акций нельзя сделать до тех пор, пока точно не установлено, что индустриальный индекс, состоящий из 30 акций, и транспортный индекс, составляемый на основе 20 акций (известный как "железнодорожный индекс Доу-Джонса" до января 1970 года, когда девять железнодорожных акций были заменены девятью акциями авиационных и автотранспортных компаний) движутся вверх или вниз "в одной упряжке". Когда это происходит, то говорят, что индексы "поддерживают" друг друга.

Теоретики утверждают, что прогнозы, основанные на движении одного из индексов, если он не поддерживается другим, обычно бывают ошибочными. Когда после внезапного падения начинается рост обоих индексов, так что новые максимумы превышают предыдущие, и когда за ним следуют падения, которые не достигают глубины предшествовавших им, делается вывод о повышении. В этом случае говорят, что индексы движутся по правилу "более высоких максимумов". Напротив, если новые подъемы не достигают прежних высот, а следующие за ними спады бывают более глубокими, чем предшествующие, то дается прогноз о понижении (правило "более низких минимумов").

Люди, интересующиеся теорией Доу, утверждают, что, используя эту несколько оккультную формулу, они способны были предсказать практически любое значи-

тельное изменение на рынке еще много лет назад. Другие, анализируя те же факты, оспаривают достижения теории Доу. Они говорят, что, конечно, все это можно красиво истолковать с позиций сегодняшнего дня, когда реальные события и их предсказания ушли в прошлое. Однако, во многих изданиях финансового профиля все еще разъясняют теорию Доу, а некоторые последователи Доу время от времени помещают рекламные объявления, предлагая материалы, объясняющие все, происходящее на рынке исходя из теории Доу и индексов Доу.

Очень часто, читая финансовые разделы газет, новый инвестор сталкивается со странным на его взгляд противоречием между новостями и реакцией рынка на них. Например, компания может опубликовать хорошие новости об увеличении своих дивидендов, а ее акции вдруг падают в цене. Первый пример такого рода датируется 10 января 1962 года: при открытии биржи акции Ford Motor продавались на 1½ пункта ниже, а при закрытии - еще на четыре пункта ниже (и всего за один день). Это произошло после заявления о том, что акции дробятся в соотношении два к одному, но дивиденды увеличиваются. Можно было ожидать, что такая новость будет способствовать росту популярности данных акций. В то же время слухи о том, что Конгресс собирается принять новый налоговый законопроект, уменьшающий давление налогов на бизнесменов, стимулируют продажу акций на бирже в этот день.

Эти парадоксы несложно объяснить. Акционерный рынок "недооценивал" возможность падения акций. Крупные торговцы, люди весьма сведущие, были, наверняка, уверены, что вскоре дивиденды на акции Ford Motor повысятся, поскольку значительно возросла прибыль. Что же касается законопроекта о налогах, то они были бы удивлены, если бы Конгресс его не принял. Дельцы заранее купили или продали те акции, на которые ожидаемые события должны были оказать влияние. Когда же они стали реальностью и привлекали внимание людей к рынку, профессионалы попытались получить хорошую прибыль - продавая акции на волне спроса, вызванного новостями. Некоторые считают рынок непогрешимым барометром

бизнеса в целом. Они уверены в возможности предсказания того, что произойдет в бизнесе в ближайшем будущем, проследив некоторое время за тем, что происходит на рынке акций. Даже правительственные экономисты считают, что деятельность рынка акций можно считать ключевым экономическим индикатором.

На самом деле рынок акций нельзя считать непогрешимым барометром бизнеса. Рассмотрим лишь несколько самых ярких исключений. Например, условия бизнеса стали менее благополучными весной 1929 года. Но только к концу октября этого года произошел грандиозный спад, во время которого часть популярных акции упала в цене на 100 пунктов и даже ниже в течение четырех последовательных торговых сессий.

Раньше рынок акций был несколько лучшим барометром экономического здоровья страны. Но с конца второй мировой войны, он несколько раз неверно предсказывал "торговую погоду", не указав некоторых важных изменений в бизнесе.

В 1945 году в бизнесе наблюдался временный спад, вызванный необходимостью перехода от военного к мирному положению. Но все-таки до середины 1946 года на рынке акций в основном продолжался подъем. Затем, когда дела несколько улучшились, за пять месяцев произошел спад на 21%. В течение нескольких лет экономика страны продолжала постепенно развиваться, но рынок не отреагировал на этот послевоенный бум до начала 1949 года.

На рынке ценных бумаг дела начали ухудшаться в конце 1948, раньше, чем начался общий спад в бизнесе в начале 1953 и середине 1957 года. Но рынок подал ложный сигнал о спаде в течение первых шести месяцев 1962 года, когда акции были на 25% распроданы, а бизнес в основном продолжал достаточно оживленно развиваться, не реагируя на предсказания Уолл Стрит. Новое несоответствие развития ситуации на рынке и в бизнесе в целом наблюдалось в 1966 году. Тогда на рынке произошло понижение на 25% с февраля по октябрь, а бизнес продолжал идти твердым курсом: промышленное производство упало всего на 2%. Медленный, но неуклонный его подъем бизнеса в течение 1972-1982 годов отразился и на индексе Доу-Джонса, колебавшемся в пределах 800 - 1000. Тем не менее, как и на вечный вопрос: "Что было сначала, курица или яйцо?" - на вопрос о том, кто идет первым, рынок акций или бизнес, или наоборот, вообще нельзя, наверное, получить окончательного ответа.

Но если рынок акций и не предчувствует абсолютно точно изменений, происходящих в бизнесе, ему все-таки приходится рано или поздно учитывать основные тенденции: в конце концов, стоимость акций определяется экономическим здоровьем страны. Вот почему инвестору необходимо следить за некоторыми основными индексами в бизнесе. Например, за индексом промышленной продукции Федеральной Резервной системы, а также некоторы-

ми статистическими данными относительно занятости, производства стали, электроэнергии, а также строительства, объема перевозок, розничной продажи, невыполненных заказов, цен и, кроме того, кредита, банковских депозитов и норм процентов. Эти индексы "расскажут" вам, сколько продукции производит Америка, как быстро эта продукция доходит до каналов потребления, какой на нее существует спрос, а также доступна ли она по цене и каков кредит. По ним можно судить о важнейших факторах, в конечном счете определяющих реальную стоимость акций, которыми вы владеете, то есть о размерах получаемой компанией прибыли и о размерах выплачиваемых дивидендов.

Но каким же образом индивидуальный инвестор может ознакомиться со всеми финансовыми новостями, влияющими на экономику в целом и на его конкретные акции в частности? Для этого необходимо просматривать одну или несколько специализированных экономических газет и журналов.

Ниже приведены наиболее известные периодические издания, посвященные бизнесу и инвестициям. Это самые важные источники ясной и краткой экономической информации для любого инвестора, начинающего или знатока.

Ежедневные издания

The Wall Street Journal: выходит каждый день, когда работает биржа. Содержит рыночные таблицы, новости о различных компаниях, указания относительно тенденций развития экономики и промышленности, анализ текущего состояния рынка и перспектив дальнейшего его развития. В этом журнале публикуется больше экономической информации и сведений о рынке, чем в любом другом. "Journal" славится также объемом и качеством подаваемой информации. Многие журналисты считают его необходимым не только любому инвестору и бизнесмену, но и одним из самых лучших американских изданий. Это - Библия сообщества инвесторов.

The New York Times: для инвесторов, у которых не хватает ни времени, ни терпения разбираться в 40 с лишним страницах экономической информации, публикуемой ежедневно в The Wall Street Journal. Добрая старая Times предлагает более сжатое изложение тех же фактов. В конце семидесятых Times посвящала раздел (с десятой по двенадцатую страницу) новостям бизнеса с понедельника по пятницу, выходя, таким образом, за рамки своего знаменитого раздела "Воскресные новости бизнеса". Теперь в разделе D, известном под названием "День бизнеса", публикуется самая необходимая и исчерпывающая информация о рыночных ко-

тировках, экономических новостях, а также анализ состояния дел в инвестиционном бизнесе. Безусловно, в Нью-Йорк Таймс дается столько информации, сколько ее требуется среднему инвестору для того, чтобы быть в курсе текущих событий. К тому же, это, пожалуй, наиболее качественная экономическая и инвестиционная информация по сравнению с любой другой ежедневной газетной информацией.

Еженедельные издания

Barrons National Business & Financial Weekly, как The Wall Street Journal, издается компанией Dow Jones. В этой еженедельной газете публикуются энциклопедически исчерпывающие сведения обо всех сделках, произошедших за неделю на различных финансовых рынках, и даже самые мельчайшие подробности, которыми не утруждает себя The Wall Street Journal. Barrons печатает многочисленные статьи, а также комментарии редактора Алана Абелсона. Эти комментарии помещаются обычно на первой странице под названием "Вверх и вниз по Уолл Стрит". Здесь можно найти недельную хронику различных сделках с недвижимостью, с товарами широкого потребления, новости с рынка опционов, графики, отображающие положение дел отдельных компаний, а также огромное количество рекламной информации для компаний, нуждающихся в различной инвестиционной экспертизе.

Business Week: похожа на Time или Newsweek - еженедельная смесь статей, написанных в ясной и выразительной манере, о последних экономических новостях, а также о результатах анализа инвестиционного бизнеса. Business Week издается для инвесторов, хотя раздел, посвященный финансовой деятельности за прошедшую неделю, высоко ценится очень многими. Пожалуй, его даже можно назвать дайджестом национального и международного бизнеса и экономического развития, рассчитанным на среднего бизнесмена, а также на очень искушенного в инвестиционных делах дилетанта. Но значение многих его статей для любого инвестора - очевидно. Business Week - самый интересный и глубокий источник знаний о бизнесе.

World Business Weekly (выпускаемый издательством Financial Times в Лондоне). W.B.W. - это более глобальная версия издания Business Week, но почти такого же формата. В W.B.W. дается информация о международном экономическом развитии. а также о специфических возможностях иностранных инвестиций. Если учитывать, что с развитием технического прогресса различия между нами стираются, и предприятия национального бизнеса, оказываются все более зависимыми от международных финансовых учреждений, то даже непрофессиональный инвестор не может обойтись без тех сведений, которые можно найти в World Business Week. Тем более, что информация изложена очень кратко и четко.

Издания, выходящие дважды в месяц

Forbes - наиболее всесторонний из всех журналов, адресованных среднему инвестору. В нем содержатся данные обо всех рынках и о людях, работающих на них. Журнал специализируется на кратких и точных описаниях деятельности различных компаний, а также приводит беспристрастные суждения о новых рекламируемых сферах вложения денег. Постоянные обозреватели журнала, включая Бена Вебермана, Хейнца Х. Биэла, Джона Трэйна, Стэнли Энгриста и Дэвид Дремана,

считаются самыми объективными обозревателями в бизнесе. Forbes - прекрасный и очень занимательный журнал.

Financial World: сокращенная версия Forbes. Диапазон F.W. не столь широк, как у его конкурента из Нью-Йорка, но его статьи претендуют на большую глубину, к тому же в них даются подробные объяснения для инвесторов, не имеющих необходимого опыта.

Ежемесячные издания

Dun's Monthly: до 1981 года этот журнал был почти точной копей Financial World: такой же формат, тот же стиль и содержание статей главного редактора. Но затем D.M. стал выходить не два, а один раз в месяц, а его редакционный отдел попытался по-новому и своеобразно подавать свои материалы, чтобы приобрести индивидуальность. Сейчас Dun's Monthly - нечто среднее между Forbes и F.W.: он стремится занять свое место среди изданий, посвященных инвестиционному бизнесу, взять лучшее от этих двух замечательных журналов.

Fortune - самый престижный журнал, посвященный общему бизнесу. Широко известен публикациями об всем самом значительном, что существует в американской коммерции. Именно в нем печатались известные списки "Fortune 500" - списки всех самых крупных компаний страны. Fortune пытается рассматривать бизнес в развитии и предугадывать появление какого-либо значительного явления и в нем, и в экономике в целом. Информации, которая может быть использована при принятии конкретного решения о вложении денег, дается в этом издании минимально. Но мнения, высказываемые в нем, и выводы из исследований, проводимых им, настолько обоснованы, что игнорировать их - значит рисковать своим капиталом.

Money, как и Fortune: издается Time, Inc.. Материалы о финансах, публикуемые в этом журнале приобрели широкую популярность в восьмидесятых годах. Издательская политика M. направлена на то, чтобы наиболее полно ответить на финансовые и инвестиционные вопросы, возникающие перед американской семьей из "среднего класса" - начиная с вопросов выбора акций для, и кончая вопросами защиты от налогов и покупки летнего домика. Money отличается от других журналов, посвященных инвестированию, тем, что он уделяет большое внимание непосредственным нуждам человека - вкладывающего, исходя из своих целей, деньги в те или иные акции. Благодаря этому он приобрел большую популярность: за последнее десятилетие количество его читателей резко возросло по сравнению с другими журналами.

Changing Times: этот журнал не принадлежит к изданиям, посвященным исключительно проблемам инвестиций. Скорее всего он выполняет функции консультативной службы, хорошо знакомой с потребительскими нуждами средних американцев. Changing Times больше всего пишет о муниципальных облигациях и гораздо меньше о новых возможностях, открывающихся в бизнесе, поскольку осведомленность средних людей в этой области растет очень быстро. Свои обязательства Ch.T. выполняет весьма тщательно, стараясь обращаться не к чувствам, а к разуму читателя.

Телевизионные передачи

"Wall Street Week" - выходит по пятницам в 20.30, PBS. Потребность средних американцев в широком диапазоне телевизионной информации

об инвестициях постоянно возрастает. "Wall Street Week" - дедушка всей семьи теленовостей, посвященных бизнесу. Каждую пятницу вечером по общеамериканским телевизионным каналам выступает в течение получаса комментатор Луис Рюкейзер. Он коротко рассказывает об экономических новостях за прошедшую неделю, а также о событиях, случившихся в инвестиционном бизнесе. Он знакомит с мнением ведущих специалистов о текущей ситуации в бизнесе и проводит интервью с приглашенным в студию экспертом, дающим оценку состояния акций, облигаций и других сфер вложения денег. Эта передача, завоевавшая заслуженную популярность у американских телезрителей, - напоминает беглый взгляд, брошенный на текущее состояние рынка.

"The Business Report" (выходит в эфир ежедневно в 18.30, PBS): сообщает последние видеоновости о ситуации на рынке. Передается из студии в Майами, "The Business Report" очень похожа на обычные сводки новостей, передаваемые в 19.00 по трем каналам, но посвященные исключительно бизнесу и инвестированию. Три постоянных ведущих стараются превратить эту передачу в укороченную телевизионную версию "The Wall Street Journal". "The Business Report" подводит итоги финансовой деятельности рынка за день, привлекая все большее внимание телезрителей, являющихся ветеранами инвестиционной деятельности или начинающими бизнесменами.

Все эти издания и телепрограммы - очень важные источники подробной экономической и инвестиционной информации. Но в конечном счете инвестор сам должен ре-

Глава 26

Советы по финансовым вопросам - за плату

ХОТИТЕ ли вы получить более конкретную помощь в решении ваших инвестиционных проблем: информацию, советы, рекомендации? Вы можете рассчитывать на нее - за определенную плату.

Может быть, вам требуется нечто большее, чем совет. Возможно, вы вообще не хотите утруждать себя проблемами инвестиций. Если это так, и у вас имеется по крайней мере 100000, а может быть и больше, долларов, которые вы хотите вложить в инвестиции, то ваши проблемы вы можете поручить *консультанту по вопросам инвестиций*. Его бизнес в том и состоит, чтобы держать в своих руках судьбу инвестиций клиентов. Он принимает за них решения о продажах и покупках ценных бумаг и следит за тем, чтобы они надлежащим образом исполнялись брокерской фирмой. В одном только Нью-Йорке существуют сотни таких консультативных фирм. Их деятельность заключается в том, чтобы вкладывать в ценные бумаги деньги других людей - разумеется, за значительное вознаграждение. Деньги, идущие на это вознаграждение, вычитаются из суммы, облагаемой налогом. Во всех крупных городах страны существует такие фирмы.

Консультанты по вопросам инвестиций вполне надежно выполняют свою работу, заключающуюся в оказании разного рода услуг, касающихся вложения денег. Но их услуги недоступны для среднего инвестора.

Банки, больших городов были бы рады решить ваши инвестиционные проблемы. Но, опять отметим, цена за их услуги слишком высока, и для большинства инвесторов они недоступны. Одним из видов услуг, предлагаемых банками, является *ведение консультативного инвестиционного счета*, за которое необходимо вносить ежегодную плату в размере ½% или 1%. Эта плата может показаться не слишком высокой. Но минимальная годовая

плата за ведение такого счета составляет 500 долларов, а иногда значительно больше. Иными словами, вы можете воспользоваться услугами банка только в том случае, если располагаете не менее 100000 долларов, предназначенных исключительно для инвестиционных целей, или - что и оправдывает затраты - вы попадаете в необычную ситуацию, заставляющую вас надолго уехать из страны. В противположном случае, эти услуги не для вас.

Пользуясь другим видом банковских услуг, владелец счета подписывает договор о том, что с его счета ежемесячно снимается определенная сумма, на которую банк покупает ему акции, целые или дробные, той компании или тех компаний, которые инвестор выбирает из списка, предложенного банком. Затем объединяет средства всех клиентов, предназначенные для покупки определенного вида акций и совершает покупку, оформляя ее как единую сделку и экономя тем самым значительные суммы на комиссионных сборах.

К кому еще может обратиться за помощью средний инвестор, если не принимать в расчет консультантов по инвестиционным вопросам и услуги, оказываемые банками?

Конечно же, к службам, дающим *консультации по инвестициям*. Этих служб - множество, и они рвутся оказывать услуги, независимо от того, насколько компетентны. Помимо услуг, они предлагают вкладчикам и самую разнообразную печатную продукцию. В некоторых таких изданиях представлена лишь статистическая информация. В других - попытки рассмотреть вопрос о влиянии условий бизнеса на перспективы инвестирования. Ими даются рекомендации относительно сотен различных ценных бумаг - какие из них следует покупать, какие продавать, а какие хранить.

В некоторых изданиях даются прогнозы о понижении на рынке, но в большинстве случаев - о повышении. Консультативные службы полагают, что хороший совет, касающийся инвестиционного бизнеса, не может быть универсальным, подходящим для любого читателя, то есть не может быть растиражирован. Поэтому они предпочитают подбирать индивидуальный рецепт для каждого клиента. А также отвечают на вопросы, возникающие

время от времени у клиентов, и предоставляют ему возможность проконсультироваться у квалифицированного эксперта. Некоторые из них оказывают консультативные услуги по оговоренной цене тем инвесторам, которые могут себе позволить вложить в бизнес не более чем 25000 долларов.

Одни организации предлагают самый широкий спектр услуг, а другие специализируются в определенном узком вопросе.

Пожалуй, самой сомнительной является деятельность служб, пытающихся давать советы, относительно рынка, и еженедельно рассылающие их по почте своим подписчикам. В большинстве таких консультационных изданий приведены их собственные рейтинги сотен различных акций, содержатся советы о продажах и покупках, а часто прилагаются *проверенные списки* тех инвестиций, которые эксперты данной службы считают особенно привлекательными. На самом деле, эти списки - не что иное, как модели инвестиционных программ.

В основном такие службы нацелены на кратковременную перспективу: они пытаются предугадать, что произойдет на рынке в течение ближайшего месяца или двух. Они не решают проблем, связанных с долговременными вкладами. Существуют среди них и такие, которые ограничивают рамки своей деятельности обсуждением технических факторов, влияющих на рынок.

Эти многочисленные службы по-разному подходят к инвестиционным проблемам, но объединяет их одно: в любой расскажут, насколько удачно были предсказаны изменения рыночной ситуации в прошлые годы, и как точно установлен тот самый стратегический момент, когда необходимо было продавать или покупать какие-либо акции для получения максимальной прибыли.

S.E.C. уполномочена следить за соблюдением этими консультантами по инвестициям строгих и детальных рекламных стандартов. Несоблюдение им расценивается как мошенничество согласно Закону о консультантах по инвестициям от 1940 года (Investment Advisers Act). Но существует мнение, что S.E.C. еще не навела в этой области должного порядка.

Стараясь добиться повиновения от этих служб, S.E.C. столкнулась с тем, что они не были организацией вроде Нью-Йоркской фондовой биржи, которая осуществляла бы общее руководство, и с которой Комиссия

Бюро по исследованию доходов от прироста капитала. S.E.C. обвинила некоторых руководителей этой консультативной службы в причастности к манипуляциям с ценами на акции. Они покупали акции, настойчиво предлагали их своим клиентам и, подождав, пока поднимется цена, распродавали, извлекая прибыль для себя. Верховный Суд Соединенных Штатов установил факт мелкой спекуляции и решил, что такая практика является "мошенничеством и обманом, направленным против клиента или перспективного клиента". Он также постановил, что для пресечения подобной практики S.E.C. имеет право требовать строгого соблюдения Закона о консультантах по инвестициям, возбуждая против нарушителей судебное разбирательство.

Согласно этому закону, "защищающему" общество и инвесторов от незаконных действий лиц, получающих плату за оказание консультативной помощи в области бизнеса ценных бумаг, все консультанты по инвестициям, получающие за свои услуги вознаграждение в любой форме, должны быть зарегистрированы в S.E.C. При регистрации они должны указать свое имя, тип и назначение созданной ими службы, имена и адреса руководителей, их образование, места работы в бизнесе за последние десяти лет, виды вознаграждений за оказываемые услуги и так далее.

Кроме того, такие службы обязаны сохранять счета, корреспонденцию, бумаги, брошюры, книги и другую печатную продукцию, а также документы и данные, и предоставлять их копии клиентам или S.E.C. в любое время и по первому требованию. Банкиры, юристы, бухгалтеры, инженеры, учителя, газеты и журналы освобождены от обязанности регистрироваться, хотя это и не совсем совпадает с требованиями S.E.C.

Брокеры также не обязаны регистрироваться: предполагается, что консультативные услуги сопутствуют их работе по выполнению распоряжений клиентов, но получают они только комиссионное вознаграждение. Но в том случае, когда брокер дает консультации клиентам за отдельную плату, он также обязан зарегистрироваться в S.E.C.

В обязанности Комиссии входит также наблюдение за тем, чтобы услуги, оказываемые советниками по инвестициям, не были связаны с личной заинтересованностью. Другими словами, консультант не имеет права давать совет, касающийся определенной акции, если у него есть

возможность получить прибыль. Единственно допустимый вариант - прямо заявить об этом клиенту.

Необходимо отметить, что согласно Закону о консультантах по инвестициям, S.E.C. не гарантирует компетентности консультанта и не несет ответственность за качество его услуг. Естественно, Закон о ценных бумагах и биржах запрещает кому бы то ни было распространять ложную или вводящую в заблуждение информацию. Но для S.E.C. не так-то просто возбудить дело против консультанта по инвестициям, опираясь на этот закон, так как он сформулирован весьма туманно. Необходимо предъявить весомые доказательства того, что действительно имели место и обман или мошенничество.

S.E.C. предлагала принять новые законы, которые увеличивали бы ее полномочия относительно консультантов по инвестиционным вопросам, а также способствовали бы установлению для них жестких профессиональных стандартов, а также меры их ответственности, которым подчинялись бы также брокеры и дилеры.

S.E.C. была настолько ограничена в своих полномочиях, а контролируемое ею поле деятельности, стало таким огромным, что многие службы, занимающиеся распространением печатной продукции по почте, практически перестали считаться с необходимостью соблюдения правил. В 1972 году S.E.C. основала Консультативный комитет, в функции которого входило наблюдение за выполнением всех норм и правил. Поработав некоторое время, Комитет обратился в S.E.C. с просьбой удвоить его персонал. Соответственно и на нужды S.E.C. в 1975 году было выделено из бюджета на 45 миллионов долларов больше, с тем, чтобы она могла увеличить свой персонал на 385 человек в течение ближайших трех лет.

Насколько квалифицированными являются советы, даваемые консультативными службами?

На этот вопрос невозможно ответить однозначно, ибо нельзя точно подсчитать и сравнить уровни оказываемых ими услуг. Некоторые службы дают не слишком удачные рекомендации. Другие составляют рекомендации, проконсультировавшись со многими высококвалифицированными специалистами. Тем не менее, один из экспертов по рынку, который долгое время наблюдал за деятельностью семидесяти таких служб, установил, что если бы инвестор в течение этих лет выполнял все 7500 различных рекомендациям, то прирост его доходов был бы на 1.43% ниже, чем средний прирост дохода на рынке.

Мы расскажем о некоторых компаниях, завоевавших себе прекрасную репутацию. Их консультативные услуги не могут идти ни в какое сравнение с некоторыми рекомендациями, распространители которых претендуют на то, что им лучше всех известно, как быстро разбогатеть.

Компании, занимающиеся всесторонними исследованиями состояния рынка и оказывающие консультативные услуги

Крупнейшими фирмами, которые занимаются вопросами финансовых исследований бизнеса, являются Standard & Poor Corporation и Moody's Investors Service, расположенные в Нью-Йорке.

Они известны, в первую очередь, своими публикациями финансовых данных. Специалисты этих двух фирм, прекрасно осведомленные в любой области инвестиционного бизнеса, могут оказывать любые виды консультативных услуг, обладая полнотой информации обо всех ценных бумагах, продающихся на рынке, а также обо всех компаниях, которые их выпускают. Многие из публикаций, например, те, что посвящены исключительно облигациям, вряд ли смогут заинтересовать среднего инвестора в силу своей узкой специфичности, но необходимо признать, что и инвестору и брокеру было бы очень трудно ориентироваться в этой информации, если бы эти фирмы не снабжали бы их полными и детальными сведениями о зарегистрированных и незарегистрированных акциях.

Большинство материалов, посвященных исследованиям акций и предоставляемых одной фирмой, могут быть также заказаны и в другой фирме, ибо они используют различные методы подачи и публикации материалов.

Самыми фундаментальными из всех справочных изданий являются "Успехи корпораций" ("Corporation Records") фирмы Standard & Poor и "Руководства" ("Manuals") фирмы Moody's. В этих массивных томах, объем которых составляет десятки тысяч страниц, вы сможете найти историю развития практически любой компании Соединенных Штатов, а также весь объем финансовых данных за долгие годы развития и до наших дней. Приводятся также сведения о фондах, доходах, накоплениях, дивидендах и ценах на акции.

Справочник "Успехи корпораций" состоит из шести томов с вкладышами, в которых содержатся сведения о более чем 7500 индивидуальных компаний, расположенных в алфавитном порядке. Эти статьи, снабженные основными финансовыми показателями, пересматриваются, как только компании выпускают новые отчеты о своей деятельности или происходят события, влияющие на перспективы развития компаний. Дополнительные приложения выходят в свет каждые два месяца, в них содержатся основные сведения, подобранные из бюллетеней, выпускаемых компаниями.

Фирма Standard & Poor также имеет специальный отдел, который постоянно следит за изменяющимися условиями в бизнесе. Этот отдел называется "Исследование промышленности" ("Industry Surveys"). Он проводит постоянный экономический и инвестиционный анализ 65 ведущих отраслей американской промышленности, а также состояния 1500 индивидуальных компаний. Для каждой индустриальной группы публикуется ежегодный обзор, дополняемый текущими обзорами, в которых приводится основная текущая информация.

Moody's предоставляет финансовую информацию о ценных бумагах, находящихся в публичной собственности, в шести публикациях, посвященных муниципальным облигациям, банкам и финансам, акциям промышленных предприятий, предприятиям коммунального обслуживания

и транспорту. Эта фирма публикует также еженедельные сообщения о состоянии внебиржевых акций промышленных компаний. Подписчики любого из этих изданий получают ежегодно издаваемый справочник, содержащий основные данные об этих компаниях и об инвестиционной ситуации, не внося за это дополнительной платы. Фирма Moody's выпускает также очень авторитетное издание, выходящее два раза в неделю, которое называется "Данные о дивидендах" ("Dividend Record").

Один из филиалов фирмы Standard & Poor - Служба ежедневной регистрации цен на акции (Daily Stock Price Record Services) проводит широкий спектр компьютерных финансовых данных и информации о корпорациях, основанной на исследованиях экспертов по ценным бумагам, ученых-аналитиков и на мнениях финансовых руководителей корпораций.

Эти услуги, которые, без всякого сомнения, наилучшим образом способствуют тому, чтобы клиент получил полную информацию о развитии корпорации, все-таки слишком дороги, чтобы ими мог пользоваться каждый. К тому же, для среднего инвестора нет необходимости тратить на годовую подписку несколько сотен долларов, потому что он может взять эти издания в публичной библиотеке или в брокерском офисе. Кроме того, клиент может может получить любую интересующую его информацию у своего зарегистрированного представителя.

Еще более сжатая информация для инвесторов содержится в "Справочнике по акциям" ("Stock Guide"), руководстве карманного формата , которое издается фирмой Standard & Poor. В этом издании в форме таблиц представлена подготовленная специалистами компании информация о изменениях цен за последние несколько лет, текущие данные о капитале, доходах и дивидендах, о размерах вкладов организаций-инвесторов, а также рейтинги качества 5100 обычных и привилегированных акций - и зарегистрированных, и незарегистрированных. Каждое новое издание "Справочника по акциям", снабженное списком акций, рекомендуемых по разным соображениям и с разными целями, выпускается ежемесячно.

Для индивидуальных инвесторов обеими фирмами предусмотрены специальные услуги и издания, комментирующие развитие бизнеса и его влияние на перспективы индивидуальных акций и отраслей промышленности.

Статистические службы

Фирма M.C.Horsey & Co.,Inc. выпускает два раза в месяц издание "Акции в картинках" ("Stock Pictures"), - таблицы цен более чем на 1900 акций за период от пяти до пятнадцати лет. В этих таблицах можно также найти данные о доходах, дивидендах. Пробные образцы страниц высылаются по требованию.

Фирма Trendline, принадлежащая Standard & Poor, выпускает три издания о рынке. "Ежедневные таблицы изменения акций" (Daily Action Stock Charts), содержащие данные о 754 компаниях и 14 рыночных показателях, публикуются еженедельно. В таблице для каждой отдельной компании представлена ежедневная информация о наивысшей цене, самой низкой цене, цене при закрытии, об объеме продажи, скользящее среднее значение за 200 дней (за предыдущие семь месяцев), а также диапазон ежегодных изменений за последние десять лет. Приводится

также информация о величине дохода (в сравнении с доходами за последние восемь кварталов), дивидендов, данные о капитализации. Имеется также издание, выходящее раз в месяц. Возможно оформление пробной подписки. В издании "Текущие перспективы рынка" (Current Market Perspectives), публикуемом ежемесячно, приводятся таблицы данных о 1476 индивидуальных компаний, в которых можно найти еженедельные данные последних четырех лет о самой высокой, самой низкой цене, цене при закрытии и объемах продажи, а также величины отношения цены к доходу. Возможно оформление пробной подписки на три недели. Два раза в месяц Trendline также издает "Справочные таблицы OTC" (OTC Chart Manual) - таблицы с данными о 840 ведущих внебиржевых акциях. В каждой таблице содержится информация о еженедельной наивысшей, самой низкой цене, цене при закрытии (имеются в виду цены покупателей), а также о еженедельном объеме продажи за последние три года, ежегодный диапазон колебания цены за восемь лет и о соотношении доходов и дивидендов за шесть лет.

Американский институт по экономическим исследованиям (AIER) - независимая научная и учебная организация, ведущая экономические исследования и публикующая результаты этих исследований в тех случаях, когда считает, что они могут оказаться полезными обществу.

AIER публикует еженедельный бюллетень, называющийся "Отчеты об исследованиях" (Research Reports). В каждом выпуске анализируются текущие экономические события. Важнейшие факторы такие, как производственная деятельность, цены и денежно-кредитные тенденции отражены в нестандартных сериях таблиц.

Эта же организация издает также ежемесячные "Бюллетени по экономическому образованию" (Economic Education Bulletins), в которых исследуются важные проблемы: собственности, финансовых отношений, страхования, инвестиционных трастов, налогов, циклов бизнеса, коммерческих банковских операций, а также золота. Эти публикации продаются свободно всем членам организации.

Для освобождения от налогов AIER в 1963 году передала свои полномочия, касающиеся консультаций по инвестициям, Американскому институту консультантов (American Institute Counselors, Incorporated); последний передает свой доход после уплаты налогов AIER. Этот институт публикует два раза в месяц "Инвестиционный бюллетень" (Investment Bulletin), в котором описывается развитие бизнеса и денежных отношений и анализируется их значение для инвесторов.

Эти бюллетени не дают советов по торговле с маржей и не пытаются предсказать кратковременные колебания или технические изменения на рынке акций. Они предназначены главным образом для помощи, кто собирается проводить в жизнь долговременные инвестиционные программы.

Babson's Reports Inc. Организация основана в 1904 году Роджером У. Бабсоном и предлагает инвесторам четыре вида консультативных услуг: консультации в течение года, консультации по инвестициям, ежеквартальная оценка и проверка портфеля ценных бумаг клиента, а также полный набор услуг по управлению инвестициями.

"Специальное обозрение Форбз" (Forbes Special Situation Survey), выпускаемое той же фирмой, которая занимается изданием журнала Forbes, предназначается для более искушенных инвесторов, заинтересо-

ванных в создании ситуаций с большими возможностями и желающих идти на разумный риск. Каждая рекомендация касается акций, дела которых, по мнению фирмы, в течение примерно одного или двух лет пойдут гораздо лучше, чем на рынке в целом. Подписчиков держат в курсе с помощью регулярно публикуемых обзоров, а также, когда это бывает необходимо, даются советы о том, что пора продавать акции, приобретение которых рекомендовалось раньше.

Объединенная служба бизнеса и инвестиций. Каждый номер выпускаемого ею "Еженедельного отчета", отличающегося глубокой и всесторонней подачей информации, содержит обзор перспектив бизнеса, сообщение о развитии событий в Вашингтоне, прогноз уровня цен на товары массового спроса, а также особые рекомендации, касающиеся продажи и покупки различных акций. Регулярно публикуются списки акций, которые рекомендуются фирмой своим клиентам, а также сведения о них. Периодически публикуются статьи, в которых проводится анализ некоторых индивидуальных акций или групп акций, облигаций, различных статистических индексов бизнеса, приводятся кратко сформулированные мнения и рекомендации других ведущих консультативных служб.

Фирма Chartcraft, Inc. выпускает "Еженедельные услуги" (Chartcraft Weekly Service), "Еженедельные услуги по опционам" (Chartcraft Weekly Option Service), "Обзор технических указателей" (Chartcraft Technical Indicator Review) и "Ежемесячный справочник с таблицами и диаграммами" (Chartcraft Monthly Point and Figure Chart Book), а также предлагает услуги по построению графиков и диаграмм и по анализу деятельности. Weekly Service и Monthly Chart Book содержат данные обо всех акциях, зарегистрированных на Нью-Йоркской и Американской фондовых биржах. Technical Indicator Review имеет дело с анализом рыночных тенденций.

Фирма "Прогнозы, основанные на теории Доу" публикует общие прогнозы ситуации на рынке, основанные на этой теории, которую эта служба стала применять с 1946 года. Теория Доу не рассчитана на предсказание поведения отдельных акций, она стремится определить и спланировать общие тенденции развития рынка. Но тем не менее эта фирма дает консультации о том, какие акции из 700 находящихся под ее контролем следует продавать, покупать или держать в течение месяца. Клиенты также могут в любое время получить советы по интересующим их проблемам, при этом им предоставляются многочисленные преимущества. Издания этой фирмы выходят еженедельно - 52 раза в год.

Фирма "Уровень цен" (Value Line) публикует три подробных аналитических издания. "Обзор уровня инвестиционных цен" (Value Line Investment Survey) регулярно сообщает о ценах на 1700 различных акций компаний 92 отраслей промышленности. В каждом сообщении анализируются успехи компании и дается прогноз о состоянии акций, который основан на мнении специалистов-аналитиков фирмы. Перспективы каждой акции предсказываются на основе объективных данных, дается также оценка их надежности. Выходящее два раза в месяц издание "Уровень цен OTC службы особых положений" (The Value Line OTC Special Situation Service) рассказывает о новых акциях с возможностями роста выше средних, которые рекомендуются для инвесторов, готовых идти на разумный финансовый риск в надежде получить значительный

доход от прироста капитала. Другое издание, выходящее в первые четыре понедельника каждого месяца "Уровень цен на опционы и конвертируемые акции" (Value Line Options and Convertibles) содержит сведения о зарегистрированных опционах, конвертируемых акциях и процентных купонах.

В дополнение к этим подробным аналитическим изданиям выпускаются и такие, главной функцией которых является перепечатка или сжатое изложение самых последних мнений всемирно известных консультантов по финансовым вопросам. Самыми главными из них являются следующие:

"Транскрипции с Уолл Стрит" (The Wall Street Transcript) - многостраничная газета, перепечатывающая бюллетени о состоянии рынка и технические письма брокерских фирм, находящихся на Уолл Стрит, а также аналитические исследования брокеров в различных отраслях промышленности и их рекомендации, касающиеся определенных акций. Transcript перепечатывает также новости корпораций, публикует материалы дискуссий за круглым столом, посвященных различным отраслям промышленности и акциям фирм этих отраслей. Статьи пишутся профессиональными аналитиками, изучающими конкретные отрасли промышленности. Здесь можно также найти мнение профессионалов по инвестиционным вопросам о различных акциях и опционах. Без этого издания не обойтись тем инвесторам, которые интересуются широкими и глубокими оригинальными исследованиями рынка и нуждаются в специализированных рекомендациях об инвестициях.

Ньюслеттер дайджест (Newsletter Digest) содержит сокращенные варианты аналитических комментариев по текущим вопросам.В этих комментариях рассматриваются самые различные вопросы инвестиционной деятельности: акции, облигации, золото, товары широкого потребления, недвижимость, нормы процентов, а также общую экономическую картину. В издании публикуются комментарии к некоторым из высказанных мнений. Выходит в свет два раза в месяц.

В Market Consensus Letter приводятся данные о текущих оценках избранного круга акций самых разных специалистов, анализирующих рыночную деятельность. Но данное издание отличается от Newsletter Digest тем, что оно посвящено исключительно акциям, а также тем, что высказывается собственное мнение по разным вопросам (включая и рекомендации по приобретению определенных акций для получения существенного дохода). Издается также дважды в месяц.

"Уолл Стрит дайджест" (Wall Street Digest) публикует краткое изложение мнений ведущих финансовых консультантов о современном положении на рынке. WSD дает также свои точные рекомендации, касающиеся вложения денег в покупку акций, облигаций, золота, серебра, в самые надежные инвестиционные фонды открытого типа. В этом издании публикуются также глубокие и всесторонние обзоры общеэкономической деятельности. Выходит раз в месяц.

"Финансовый дайджест" (The Hulbert Financial Digest) - единственное издание, касающееся консультаций по инвестиционным вопросам, в котором не приводятся мнения и рекомендации его издателей. Его за-

дача заключается в составлении кратких обзоров статей, появляющихся в различных изданиях. Кроме того, что в этом издании приводится широкий спектр мнений консультантов по вопросам инвестирования,за которыми следят обозреватели "Финансового дайджеста". На основе советов, даваемых в каждом издании, создаются гипотетические модели портфелей акций, а затем в каждом выпуске приводятся данные об изменении стоимости каждого из портфелей ценных бумаг, исходя из опубликованных материалов. "Финансовый дайджест" выходит раз в месяц.

И наконец, конечно же, существуют консультативные издания, посвященные рынкам определенных акций. Многие крупнейшие брокерские фирмы периодически выпускают краткие обзоры, в которых рассматриваются инвестиции и общие экономические условия, а также положение на рынке тех конкретных акций, которые издания-консультанты предлагают купить своим клиентам. Очевидно, они будут счастливы направить вам копии этих бюллетеней, как только вы пришлете заявку. Но кроме того, в последние годы появилось немало независимых, рассылаемых по почте изданий о рынке. Материалы в этих изданиях написаны кем-нибудь из рыночных "гуру", использующих невообразимое количество приемов для предсказания ситуации на рынке. Некоторые из них приобрели широкую популярность и стали оказывать значительное влияние на события, происходящие на рынке тех самых акций, судьбу которых они брались предсказывать. Наиболее широко известными и самыми читаемыми из них являются следующие:

"Бюллетень о состоянии рынка" (The Granville Market Letter) - один из самых известных и регулярно издаваемых финансовых бюллетеней в мире. "Джо" Гранвилль использует сугубо технический подход, по-своему интерпретируя данные с ленты тикера и рассказывая многочисленным подписчикам, когда следует продавать, а когда покупать. Критики утверждают, что он так же часто попадает в цель, как промахивается, но продолжает бойко давать самые драматические прогнозы, анализирующиеся специалистами и с точки зрения эффекта, который они производят на рынок, и с точки зрения аккуратности и объективности информации, лежащей в основе этих предсказаний. Бюллетень выходит два раза в месяц.

"Прогноз Звейга" (The Zweig Forecast). Мартин Звейг, один из постоянных участников телевизионной передачи "Неделя Уолл Стрит", посрамил в 1981 году Hulbert Financial Digest, предсказав в одном из его гипотетических портфелей ценных бумаг прирост на 36.3%, хотя согласно среднему уровню, вычисленному широко известной компании Standard & Poor, опирающейся в своих расчетах на данные о 500 акциях, должен был бы произойти спад на 1,2%. Звейг постоянно следит за состоянием 2000 акций, пытаясь определить среди них те, которые могут резко под-

ных, и долговременных рыночны тенденций. Исходя из этих показателей, рекомендует приобрести определенные виды акций. Публикуется два раза в месяц.

"Личные финансы - как сохранить капитал в условиях инфляции" (Personal Finance - The Inflation Survival Letter). В этом издании придается особое значение наличным деньгам и альтернативному инвестированию. Рассказывается о возможностях вложения денег в золото, серебро, твердую валюту, счета в иностранных банках, недвижимость, товары широкого потребления, стратегические металлы, драгоценные камни, иностранные акции, страхование, инвестиционные фонды, бартер. Освещаются также вопросы, касающиеся финансовых секретов. Публикует собственные статьи и котировки, которые вычисляет, основываясь на огромном количестве самых разных экспертных оценок. Выпускается два раза в месяц.

"Специальные доклады Гарри Брауна" (Harry Browne's Special Reports). Гарри Браун - автор бестселлеров "Как извлечь выгоду из грядущего обесценивания денег" (How You Can Profit from the Coming Devaluation) и "Инфляция, укрепляющая позиции ваших инвестиций" (Inflation Proofing Your Investment). Дает умные советы по широкому кругу инвестиционных вопросов, начиная с инвестиционных фондов и до счетов в швейцарских банках.

В "Сводке Веллингтона" (The Wellington Letter) представлены анализ и прогнозы для искушенного инвестора, касающиеся всех основных финансовых рынков. Особое внимание уделяется процентным ставкам, товарам широкого потребления и рынку акций. Это ежемесячное издание.

"International Moneyline" - комментарии и общая стратегия действий, а также рекомендации по покупке и продаже определенных акций и твердой валюты. Выходит два раза в месяц.

"Логика рынка" (Market Logic) издается Институтом Эконометрических исследований. Консультации, касающиеся временных расчетов на рынке акций, и рекомендации по приобретению определенных акций, основанные на эконометрических моделях. В "Логике рынка" дается также обзор рыночных показателей, содержатся рекомендации относительно взаимных фондов, времени приобретения или продажи опционов, а также кратко излагаются комментарии других консультационных служб. Норман Г. Фосбэк, редактор, и Глен Кинг Паркер, издатель, выпускают еще два сборника биржевых сводок. В "Инсайдерах" (The Insiders), оцениваются и рекомендуются все зарегистрированные акции, проданные и купленные должностными лицами компаний, еще не завоевавших определенной репутации. Новые выпуски" (New Issues) посвящены анализу и рекомендациям, касающимся приобретения готовящихся к продаже первоначальных выпусков акций. "Инсайдеры" выходят два раза в месяц. "Новые выпуски" и "Логика рынка" - один раз в месяц.

"Профессиональный инвестор" (Professional Investor) - обзор 55 показателей акционерного рынка и 100 бюллетеней о состоянии рынка. Прогноз положения на рынке на их основе. Выходит два раза в месяц.

"Конъюнктурный обзор" (The Cabot Market Letter) - результаты исследования модели портфеля ценных бумаг, который содержащего акции двенадцати не самых крупных компаний, имеющих высокие потенциальные возможности для быстрого и долговременного роста. Выбор предлагаемых акций основан на импульсном анализе (Momentum Analysis),

являющимся единственным подходом, позволяющим оценить относительную силу акций. Издается два раза в месяц.

"Руф Таймс" (Ruff Times) издается под руководством автора известной книги "Как преуспеть в грядущие плохие времена". Рекомендации об акциях, наличных деньгах, недвижимости. Обсуждаются проблемы инфляции. Издается дважды в месяц.

"Инвестиционный консультант Хольта" (The Holt Investment Advisory) - полный анализ экономики и рынка акций, многочисленные таблицы и диаграммы, подробно описывающие общие направления движения денег, кредитов, тенденции на рынке драгоценных металлов. Специфические рекомендации и текущие события. Публикуется дважды в месяц.

Большинство фирм, занимающихся изданием консультативных инвестиционных бюллетеней посылают образец своей печатной продукции (обычно один из старых номеров) по запросу возможного подписчика.

Наиболее полный список инвестиционных бюллетеней, служб и журналов можно найти в "Справочнике по национальным инвестиционным бюллетеням". Издание 1982 года стоило 12 долларов плюс 3 доллара за доставку. Перечисляются консультативные службы, описываются цели и методы работы, даются их адреса, а также сведения о подписной цене и частоте публикаций.

ФИРМА "МАРС"

предлагает

- **услуги по покупке и продаже товаров на биржах Москвы**
- **транспортно-экспедиционные услуги по доставке товаров из портов СНГ**
- **консультации по вопросам инвестирования**

осуществляет

- **прямые поставки товаров по контрактам**

Телефон: **240-14-35** Факс: **240-34-35**

Глава 27

Как вам может помочь брокер

Самый лучший ответ на вопрос о том, какие акции нужно покупать, вероятнее всего, найдет сам инвестор после того, как тщательно изучит и исследует рынок ценных бумаг.

Но вы можете спросить, куда же следует обратиться среднему инвестору для того, чтобы найти необходимую информацию? Ответ один - к брокеру, предпочтительнее к тому, который работает в фирме, являющейся членом Нью-Йоркской фондовой биржи.

Может быть, этот совет покажется вам весьма сомнительным. В конце концов, ведь брокер заинтересован в продаже ценных бумаг? Да, брокер является торговцем. Но это вовсе не означает, что ваши и его интересы противоположны. Наоборот. Любой продавец прежде всего хочет, чтобы его клиент остался доволен, потому что это самый лучшее для развития его собственного бизнеса. Особенно это справедливо брокеров.

К тому же существует огромная разница между брокерами и любыми другими продавцами. Страховой агент хочет продать вам полис своей фирмы. Агент финансовой консультативной службы - продать услуги этой фирмы и ничего больше.

Брокеру чаще всего безразлично, какие именно акции вы покупаете. Он получает примерно одинаковое комиссионное вознаграждение за равные по сумме инвестиции, независимо от того, кому предназначаются вложенные деньги. Когда речь идет о внебиржевых акциях, то для него может иметь значение, куда именно направляются инвестиции его клиентов, если его фирма отвечает за рынок определенной акции, но большинство дилеров по операциям с ценными бумагами хорошо представляют, что такая политика не будет способствовать процветанию бизнеса.

Конечно, это не означает, что брокерский бизнес абсолютно безгрешен. В любом деле можно найти грешников. И, конечно, если дело касается крупных сумм, что относится, конечно, и к брокерскому бизнесу, число таких грешников, будет даже несколько выше, чем среднее их количество в других видах человеческой деятельности.

За долгие годы в брокерском бизнесе проделали очень большую работу по установлению твердого порядка и самоконтроля, а также по избавлению от беспринципных работников. За последние годы усилия в этом направлении удвоились. Особенно следует отметить публикацию в 1963 году заключительного доклада Комиссии по ценным бумагам и биржам Конгрессу США, касающигося изучения бизнеса ценных бумаг. Результатом этого доклада стало принятие в 1964 году Законов о поправках, а также дальнейшее ужесточение правил и инструкций, появившихся в результате принятия Закона о ценных бумагах от 1975 года.

S.E.C. в течение ряда лет ясно давала понять, что намерена строго и тщательно проверять деятельность всех фирм-членов биржи по всей стране, каждого человека, работающего в этих фирмах.

Биржа предприняла эффективные усилия, направленные на соблюдение всех норм и правил. Была организована служба, осуществляющая неожиданные проверки офисов фирм-членов биржи, расположенных по всей стране, контролирующая документацию о торговых операциях клиентов, а также характер деятельности зарегистрированных представителей. В дальнейшем члены биржи стали и сами контролировать деятельность филиалов. Некоторые перешли на самоконтроль, стремясь предотвратить трудности, связанные с разбирательством в S.E.C.. Каковы функции чиновников, называемых служащими контрольного отдела? В общем они следят за любыми нарушениями общественного спокойствия. В частности, они должны выявлять случаи "сбивания масла", когда брокер чрезмерно стимулирует торговлю клиента с тем, чтобы увеличить свои доходы от комиссионных сборов.

Выявляют также случаи оказания давления на клиентов: когда вдруг среди ночи раздается телефонный звонок и начинается "обработка" какой-нибудь вдовы, в общем, происходит охота за доверчивыми, ничего не подозревающими и неискушенными людьми. Следят за фактами искажения информации: "Эти акции скоро пойдут вверх, вы не должны упускать такой шанс."

Наблюдают за правильностью ведения дискреционных брокерских счетов, когда клиент дает брокеру право вести свой счет, то есть продавать и покупать такие, которые считает необходимо купить в наиболее благоприятный по его мнению момент.

Осуществляют контроль за торговлей с маржей, чтобы не допустить таких случаев, когда за нее берутся клиенты, финансовые возможности которых не позволяют идти на такой риск.

Выявляют случаи вопиющей некомпетентности или преднамеренного нарушения общественного доверия, заканчивающиеся тем, что какой-нибудь престарелой чете, для которой сохранность капитала стоит превыше всего, предлагаются неподходящие способы инвестирования - вроде высокоспекулятивных мелких акций.

Стараются не допускать ситуаций, при которых фирмы, занимающиеся торговлей ценными бумагами - или партнеры, или продавцы - преследуют свой собственные интересы, содействуя продаже определенных акций для повышения стоимости своих вкладов.

Короче говоря, они стараются не допускать нарушения того, что на Уолл Стрит называется "теорией дверной дощечки". Эта теория предполагает, что если брокер вывешивает на двери конторы табличку со своей фамилией, то тем самым обязуется перед всеми честно и добросовестно вести дела со своими клиентами.

S.E.C. считает руководителей главных контор фирм-членов биржи ответственными за поддержание порядка в местных отделениях фирмы. Если возникали какие-нибудь сомнения в добросовестности служащих филиала фирмы, его закрывали. Так было в середине шестидесятых годов, когда S.E.C. и N.A.S.D., стремясь навести порядок в делах, начали расследование деятельности нескольких ведущих фирм. Эти действия повлекли за собой не только увольнение отдельных служащих и руководителей филиалов фирмы, но также штрафы и временное отстранение от должности высоких должностных лиц фирмы.

Но очень часто шумиха, поднятая в таких случаях, была несоизмерима с масштабом проблемы, ее вызвавшей. Конечно, можно допустить, что среди 25000 зарегистрированных представителей, работавших в фирмах-членах биржи в то время, были и дельцы, полностью лишенные моральных принципов. Можно допустить и то, что высокое руководство этих фирм допускало некоторую нерешительность в выполнении своих контрольных функций. К тому же, вероятно, и сама фондовая биржа не применяла слишком суровых дисциплинарных взысканий.

Но, тем не менее, факт остается фактом: бизнес ценных бумаг в целом придерживается этических норм и заботится об общественном благе в гораздо большей степени, чем все другие виды бизнеса.

Фактом является и то, что огромное большинство зарегистрированных представителей являются честными и добросовестными людьми, заботящимися о благоденствии своих клиентов.

Но если надежность брокера не вызывает сомнений, то что можно сказать о его возможностях? Насколько он компетентен, и насколько уважительно

ты, касающиеся ваших денег и того, куда их нужно вкладывать?

Очевидно, на этот вопрос не существует правильного и универсального ответа. Наверное, не найдется такого человека, который поручился бы, что тысячи брокеров, занятых в бизнесе ценных бумаг, являются высококвалифицированными специалистами, способными оказать серьезную помощь в инвестиционном бизнесе. Но благодаря программам обучения, которые в течение долгих лет проводились брокерскими фирмами, стандарты профессиональной пригодности с каждым годом возрастают. В большинстве случаев обучение длится шесть месяцев, причем больше половины времени учащиеся проводят в классах по восемь часов в день. Так что тех, кто заканчивает такие курсы, можно считать хорошо подкованными в области инвестиционного бизнеса еще до того, как они приступят к работе.

Поэтому мы берем на себя смелость утверждать следующее: как правило, никто не может дать вам настолько квалифицированный совет по поводу инвестиций, как ваш брокер. Зарегистрированный представитель работает в области инвестиционного бизнеса по крайней мере пять раз в неделю по восемь часов в день. И занимается этим на протяжении долгих лет. Он владеет фактами, цифрами и другой информацией, которую может получить в буквальном смысле по мановению руки, нажав несколько клавиш. Ни у кого другого нет такого легкого доступа к этой информации. У него есть также возможность обратиться к основным справочным изданиям: "Corporation Records", издаваемый фирмой Standard & Poor или Manuals фирмы Moody - и получить самые последние и точные данные практически о любой американской компании, находящейся в общественной собственности.

"Изучай, прежде чем вкладывать деньги" - это, пожалуй один из самых ценных советов, который можно вам дать. Изучение вы можете начать с просматривания ежемесячного издания фирмы Standard & Poor "Краткие данные об акциях" (Stock Summary) или с "Ежемесячного дайджеста акций" (Monthly Stock Digest), выпускаемого компанией Data Digest, Inc. Любое из этих двух изданий

даст представление о том, какого рода нужна информация об акциях.

Если на стадии этого предварительного изучения вы пришли к заключению о необходимости вложения денег в несколько определенных акций, то большинство брокеров могут снабдить вас, конечно, в разумных пределах отчетами этих компаний. Они приобретают отчеты в специально зарегистрированных исследовательских службах или такие отчеты составляются их собственными *исследовательскими отделами*. Они могут быть предоставлены клиентам бесплатно.

Исследовательская работа стала одной из жизненно важных в брокерском бизнесе, и ее качество может дать фирме бесспорное преимущество перед конкурентами. Ни одна из фирм не сможет купить для вас любую из зарегистрированных акций дешевле, чем другая. Все они должны платить на фондовой бирже за определенную акцию одну и ту же цену в определенный момент. Но далеко не все фирмы могут дать одинаково квалифицированный совет о том, насколько удачным будет приобретение определенной акции в ваших конкретных обстоятельствах и насколько хорошо они согласуются с конкретной целью ваших инвестиций. Различие в размерах комиссионных вознаграждений и плате за услуги также следует учитывать, принимая решение о том, в какую брокерскую фирму следует обратиться. Это решение настолько же важно, как и выбор акций. Наверное, лучше всего обратиться к трем или четырем разным брокерам и расспросить их об одной и той же акции. При этом вы увидите, насколько хорошо информирован каждый из них, к услугам каких исследовательских служб они прибегают, а также узнаете о размере оплаты, если с вас ее потребуют.

Если брокер взимает плату за советы, он скажет вам об этом. Тогда вы можете решить, хотите ли вы платить или нет. На основании всего, что скажет брокер во время разговора, вы можете прийти к разумному и обоснованному суждению о качестве проводимых ими исследований, конечно же, при условии, что вы расскажете о вашем финансовом положении, цели вложения денег: сохранность капитала, получение доходов от дивиден-

дов, быстрое повышение в цене или долговременный стабильный рост, а также какую сумму планируете вложить в акции. Чем полнее будет информация, тем более подходящими окажутся рекомендации брокера.

При этом вы не должны думать, что навязываетесь ему со своими вопросами. Это часть работы, за которую он и его фирма получают плату, в том числе и от вас. Многие брокерские фирмы публикуют объявления о своих услугах по разработке программ по инвестирования для новых вкладчиков или по пересмотру вкладов людей, которые уже имеют некоторое количество акций. Они предлагают свою стратегию продажи и покупки акций, разумно обосновывая, что именно надо покупать и почему.

Хороший исследовательский отдел обычно имеет в своем штате *экономистов-аналитиков*, которые специализируются на определенных отраслях промышленности. Постоянно читая бесчисленные публикации, посвященные бизнесу и развитию промышленности, а также пользуясь данными некоторых наиболее надежных служб, занимающихся консультациями по финансовым вопросам, экономисты-аналитики знакомы со всем объемом опубликованной информации, посвященной их отрасли, включая сообщения брокеров конкурирующих фирм. Они также стараются установить и поддерживать контакт с руководителями тех компаний, исследованием деятельности которых занимаются, и стараются посещать их как можно чаще. Это один из путей, благодаря которому экономист-аналитик брокерской фирмы определяет качество управления компанией.

Со временем руководители компаний, деятельность которых является объектом изучения, стали с уважением относиться к работе экономистов-аналитиков. Но тем не менее, они хранят строгое молчание по любым вопросам, которые могут быть отнесены к конфиденциальной информации о фирме.

Компании, находящиеся в акционерной собственности, обязаны немедленно раскрывать любую информацию, которая может повлиять на цену их акций. Эти новости могут быть и благоприятными, и неблагоприятными. Но, все же они должны стать известны широкой публике. Но это не значит, что эта информация должна распространяться через экономиста-аналитика по ценным бумагам. Во всяком случае теперь не принято добывать информацию таким путем не только из-за появившихся новых более жестких и суровых правил раскрытия информации, но и потому, что у руководителей компании уменьшается желание идти на контакт и сотрудничество. Поэтому, чтобы подсчитать прибыль компании, многим современным экономистам-аналитикам приходится прибегать к помощи так называемой *теории мозаики*.

Так как экономисту-аналитику досконально известны все данные о компании за прошедшие годы, включая и балансовые отчеты, и характеристики ее акций, он может с высокой степенью достоверности вычислить прибыль, соединив воедино мириады частей "мозаики" - различных

данных, касающихся размеров оборотных фондов, условий труда на предприятиях компании, плановых затрат, производительности, выпуска новой продукции, количества накопившихся невыполненных обязательств, качества управления и других связанных с этими данных.

Но для завершения мозаики у экономиста-аналитика в какой-либо момент может не доставать какой-нибудь важной детали, например, информации о статусе трудового договора или фактов о товарно-материальных запасах. Если бы ему удалось получить недостающую информацию, он был бы более уверен в своем прогнозе будущих доходов компании. При таких неблагоприятных обстоятельствах он не может рассчитывать на то, что его теснейшие контакты с руководством корпорации позволят ему получить недостающую информацию. А служащий компании не обязан давать ответ и проигнорировать вопрос, даже если он не направлен на получение конфиденциальной информации о компании.

Помимо контактов со служащими компании, для завершения своей мозаики экономист-аналитик может получить ценную информацию от основных конкурентов этой компании. Возможно, ему удастся достать расчет будущей прибыли, проведенный аналитиком компании-конкурента, который он может сравнить со своим.

Одна из обязанностей экономиста-аналитика состоит в том, чтобы зарегистрированные представители фирмы в любое время имели самую полную информацию о наиболее важных факторах, влияющих на развитие компании. Периодически он готовит краткие сообщения об этих компаниях для предоставления их клиентам фирмы и публике. Многие фирмы готовят также более пространные и детальные сообщения для своих крупных клиентов- учреждений.

Конечно, такие сообщения-исследования значительно отличаются от "*брокерской записки*" - эмпирического комментария о положении на рынке акций, щедро снабженного советами о том, что следует продавать, а что покупать. Сегодня типичное сообщение-исследование о компании, подготовленное и распространяемое фирмой-членом биржи, представляет собой результат напряженного и честного труда. Многие фирмы идут даже на то, что раскрывают в своих отчетах особую заинтересованность фирмы или ее владельцев в данных акциях, так как имеют вклады в акции компании, представителей в совете директоров или ведут с данной компанией долговременное сотрудничество по гарантированному размещению акций.

В последние годы у экономистов-аналитиков появилось новое средство, помогающее им вести сложные расчеты, - мощный современный компьютер. В начале шестидесятых годов фирма Standard & Poor создала новую службу - Службу компьютерной статистики (Compustat), помогающую работе брокерских фирм, банков, взаимных фондов, а также других крупных финансовых институтов. Результатом этих нововведений явилось то, что экономистам-аналитикам по ценным бумагам теперь не нужно проводить бесконечные часы в поисках необходимых данных, которые прежде приходилось выискивать в старых финансовых отчетах корпораций, для того, чтобы получить достоверный статистический анализ деятельности компании и сравнить его с данными, полученными конкурентами. Компьютер выполняет за них огромный объем работ, причем делает это мгновенно.

Брокерские фирмы начали использовать компьютеры и в других областях: в информационном поиске, проверке и отборе ценных бумаг, а также в базовых исследованиях, посвященных природе цен акций и облигаций и их изменений.

Самые значительные успехи в последние годы, связанные с применением компьютеров, были достигнуты в области управления портфелями акций и определения их стоимости. Эти достижения были ускорены принятием в 1974 году Закона о создании пенсионных фондов ценных бумаг (Employee Retirement Income Security Act), одним из главных требований которого является то, что опекуны пенсионных фондов должны оценивать деятельность управляющих фондами. Некоторые крупнейшие брокерские фирмы создали сложные компьютерные программы для оценки и диагностики деятельности фондов. Эти программы не только подсчитывают процент дохода на вложенные средства, полученный при данном стиле руководства, но также определяют уровень риска, степень диверсификации и обоснованность выбора покупаемых акций и времени их покупки менеджером фонда.

И, наконец, любой оцениваемый пенсионный фонд можно сравнить с тысячами других портфелей ценных бумаг, которыми управляют профессионалы, так что относительная эффективность управления также может быть оценена. В настоящее время несколько тысяч пенсионных фондов оцениваются с помощью компьютерных систем. Данные о последовательности приобретения ценных бумаг и результатах этих инвестиций хранятся в памяти компьютера. Другие компьютерные программы контролируют своевременное поступление на счета по ценным бумагам положенных процентов и дивидендов, а также следят за тем, чтобы по-

доходы по которым постоянно возрастали в течение определенного периода времени, или цены на которые превысили некоторый установленный предел, или те, которые отвечают особым условиям по выплате дивидендов. Используя компьютер, экономист-аналитик может задать критерий, осуществить поиск в обширном поле информации и найти акции, отвечающие этим требованиям. Конечная цель компьютерного поиска - обнаружение акций, которые оцениваются выше или ниже своей действительной стоимости по отношению к рынку в целом или к какой-нибудь его части.

Управление портфелями ценных бумаг является по существу следующей ступенью в развитии техники, используемой при отборе акций, потому что компьютеру приходится иметь дело с более широким набором критериев. Акции должны быть выбраны таким образом, чтобы не только удовлетворять всем условиям индивидуального инвестора: сумме, которую необходимо вложить, требованиям к уровню дохода, соображениям, касающимся налоговых проблем и т.п. - но и сохранять тот уровень риска, который инвестор согласен взять на себя, разумным образом связав его с основной целью своих инвестиций. С помощью новейших аналитических компьютерных программ можно рассчитать степень риска, связанного с процессами, происходящими на рынке, для портфеля ценных бумаг, а также для определенного набора ценных бумаг, заключенного в портфеле. Подбирая ценные бумаги, отвечающие нуждам индивидуального инвестора, компьютер рассчитывает огромное число альтернативных инвестиций, гораздо больше того, что может рассчитать высококвалифицированный экономист-аналитик за месяцы и годы напряженной работы. Благодаря высокой скорости выполнения операций, эта работа с помощью компьютера может быть проделана в считанные минуты.

Экономист-аналитик, старающийся предсказать долговременные и кратковременные колебания цен на рынке, исходя из таких факторов, как объем продажи без покрытия, соотношение объемов торговли с полными и неполными лотами, циклические и случайные флуктуации цен, а также ряд других, находит с помощью компьютера ответ на многочисленные математические проблемы, которые прежде приходилось решать годами. Кроме того, с усовершенствованием систем передачи информации и развитием видеоэкранов у технических экономистов-аналитиков появилась возможность моделировать на экране своего дисплея различные кривые или диаграммы, показывающие тенденции развития рынка, скользящие средние значения, данные об объемах продажи, цены на рынке в течение дня: максимальные, минимальные и при закрытии. Это помогает ему дать прогноз о состоянии рынка в целом или предсказать поведение определенных акций.

Компьютер оказывает влияние и на самого исследователя. Привыкнув в прошлом к обобщениям, говоря о возможных изменениях цен на акции ("Хотя прогноз на ближайшее время малоутешителен, имеется ощутимая вероятность того, что в дальнейшем произойдет долговременный рост цены"), в настоящее время экономист-аналитик считает необходимым выразить свое мнение в определенных числовых значениях, чтобы в дальнейшем его прогнозы были использованы при составлении компьютерных программ. Теперь его предсказание выглядят примерно так: "В течение ближайших трех месяцев ожидается повышение цены

акций не более чем на 1%, а в течение ближайших пяти лет предвидится повышение цены на 12%". Необходимость замены качественных рассуждений на четкие количественные прогнозы благотворно повлияла на точность и тщательность оценок экономистов-исследователей.

Какой объем работы вы поручите выполнять своему брокеру, зависит только от вас. Вы можете выбрать дискреционный брокерский счет и сделать вашему брокеру доверенным лицом. Тогда он будет принимать решения о продажах и покупках вместо вас. Большинство брокеров не любит принимать на себя всю полноту ответственности, потому что убытки, независимо от того, насколько они малы и нерегулярны, вызывают беспокойство и недовольство клиента. Брокеры предпочитают действовать по вашим специальным указаниям. Некоторые из них не открывают для клиентов дискреционных счетов. В одном вы можете быть абсолютно уверены: если нет конкретных инструкций, ни один уважающий себя брокер, работающий в одной из фирм-членов Нью-Йоркской фондовой биржи, не купит и не продаст никаких акций, как бы это ни было выгодно для вас. В большинстве случаев зарегистрированные представители предпочитают, чтобы вы сами несли ответственность за свои инвестиции, которыми вы управляете с его помощью.

Брокер снабдит вас любой необходимой информацией для того, чтобы вы смогли принять вполне определенное решение, он даже поможет разобраться в этой информации, но все-таки он предпочтет, чтобы окончательное решение о продаже или покупке приняли вы сами. Дело не только в том, что вы лишитесь возможности ругать брокера при неудаче, ибо самостоятельно определяли стратегию и тактику вложения денег, но, что более важно - станете более искушенным и удачливым инвестором, научившись принимать свои собственные решения. Вам будет гораздо интереснее вникать во все проблемы, и вы, может быть, даже с большей охотой будете заниматься инвестиционной работой.

Многие инвесторы смогли разобраться в хитросплетениях инвестиционного бизнеса на кооперативных началах с помощью *инвестиционных клубов*. Обычно в такой клуб вступают десяток или несколько больше соседей, коллег по бизнесу, приятелей или членов одной из соци-

альных организаций. Они встречаются примерно раз в месяц, платят по десять или двадцать долларов с человека в общую кассу и проводят час или два, обсуждая вопросы, связанные с возможностью наилучшего вложения своих денег. Это очень серьезные собрания, на которых горячо обсуждаются все "за" и "против", касающиеся любой из предложенных акций.

Несмотря на то, что создание таких клубов связано с определенными бухгалтерскими проблемами и юридическими сложностями в связи с регистрацией, большинство брокеров охотно берутся снабжать их отчетами компаний и даже встречаться с ними время от времени, чтобы ответить на вопросы и помочь в обсуждении проблем. Доходы от комиссионных вознаграждений брокерам за потраченное время и выполненную работу очень незначительны. Зато есть возможность проведения миссионерской работы, заключающейся в обучении членов клуба технике инвестирования, ценность которой очень высока. И надо отметить, что очень многие грамотно построенные индивидуальные брокерские счета были продуманы и составлены при активном участии в инвестиционном клубе.

Информацию о том, каким образом можно создать инвестиционный клуб, можно получить в Национальной Ассоциации Инвестиционных Клубов. Можно со всей уверенностью утверждать, что члены инвестиционных клубов обучаются основам инвестирования на фактах, взятых из реальной жизни.

Глава 28

Возможно ли "победить рынок"

СУЩЕСТВУЕТ ли система, которая бы помогла "победить рынок", то есть защитила вас от колебаний цен и гарантировала прибыль в течение долгого времени? Да, такие системы существуют, более того, некоторые из них достаточно надежны. Их не так легко освоить, но по крайней мере, из них можно извлечь самые существенные правила инвестирования. Эти системы называются "усреднение цены в долларах" и "инвестирование по формуле".

Стратегия "*усреднения цены в долларах*" состоит во вложении определенной суммы (скажем, 200, 500 или 1000 долларов) в одни и те же акции, независимо от колебания цен, через определенные промежутки (раз в месяц или раз в полгода) в течение длительного времени. Короче говоря, эта стратегия построена на той же основе, что и месячные программы капиталовложений.

Следуя системе инвестирования фиксированной суммы денег в определенные акции через равные промежутки времени, вы получили бы прибыль в 90% случаев в течение четырех- или пятилетнего интервала за последнюю четверть века, если вы покупали бы акции, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Эта система работает благодаря тому, что вы покупаете на фиксированную сумму акций больше, когда они понижаются в цене, чем, когда они становятся дороже. Когда акции вновь дорожают, вы получаете прибыль от того, что купили по более низкой цене большее их количество на ту же сумму.

Представьте, что вы купили на 500 долларов акций по цене 10 долларов за каждую, очередные 500 долларов вы уплатили через три месяца, когда акции упали в цене до 9 долларов, затем на 500 долларов вы купили те же акции, но уже по 8 долларов и так далее, пока цена их не умень-

шилась до 5 долларов за одну акцию. Предположим, что затем цена поднялась до 15 долларов, а затем вновь установилась на 10 долларах, то есть на той самой цифре, с которой вы начали покупать эти акции. Если в этот момент вы решите распродать купленные акции, то сможете извлечь прибыль порядка 10% без учета выплат по дивидендам и затрат на комиссионные сборы. И это несмотря на тот факт, что в среднем вы платили по 10 долларов за акцию и именно по этой цене продали их. Вы не верите этому?

Вам не надо проводить самостоятельных подсчетов: в качестве доказательства мы приводим таблицу.

I *Price per Share*	II *Number of Shares Purchased*	III *Cost of Shares*	IV *Number of Shares Owned*	V *Cumulative Costs of Shares*	VI *Total Value of Shares*
$10	50	$500	50	$ 500	$ 500
9	56	504	106	1004	954
8	63	504	169	1508	1352
7	71	497	240	2005	1680
6	83	498	323	2503	1938
5	100	500	423	3003	2115
6	83	498	506	3501	3036
7	71	497	577	3998	4039
8	63	504	640	4502	5120
9	56	504	696	5006	6264
10	50	500	746	5506	7460
11	45	495	791	6006	8701
12	42	504	833	6505	9996
13	38	494	871	6999	11323
14	36	504	907	7503	12698
15	33	495	940	7998	14100
14	36	504	976	8502	13664
13	38	494	1014	8996	13182
12	42	504	1056	9500	12672
11	45	495	1101	9995	12111
10	50	500	1151	10495	11510

I - Цена за акцию, II - Число купленных акций, III - Стоимость акций, IV - Общее количество акций, V - Общие затраты на акции, VI - Общая стоимость акций на момент покупки

Чтобы избежать затруднений с дробными частями акций, предположим, что наш условный покупатель вкла-

дывал в акции сумму, наиболее близкую к 500 долларам.

Исходя из этих условий, вам пришлось бы заплатить 10495 долларов, а стоимость ваших вкладов составила бы 11510 долларов. Иначе говоря, вы получили бы прибыль в размере 1015 долларов, что составило бы почти 10% от заплаченной суммы. Тот же самый результат получился бы (без учета дивидендов и комиссионных), если бы акции сначала устойчиво поднимались в цене - с 10 до 15 долларов за каждую, затем подешевели до 5 долларов за акцию, а затем вновь подорожали до 10 долларов. Это демонстрирует следующая таблица*.

I	II	III	IV	V	VI
Price per Share	*Number of Shares Purchased*	*Cost of Shares*	*Number of Shares Owned*	*Cumulative Costs of Shares*	*Total Value of Shares*
$10	50	$500	50	$ 500	$ 500
11	45	495	95	995	1045
12	42	504	137	1499	1644
13	38	494	175	1993	2275
14	36	504	211	2497	2954
15	33	495	244	2992	3660
14	36	504	280	3496	3920
13	38	494	318	3990	4134
12	42	504	360	4494	4320
11	45	495	405	4989	4455
10	50	500	455	5489	4550
9	56	504	511	5993	4599
8	63	504	574	6497	4592
7	71	497	645	6994	4515
6	83	498	728	7492	4368
5	100	500	828	7992	4140
6	83	498	911	8490	5466
7	71	497	982	8987	6874
8	63	504	1045	9491	8360
9	56	504	1101	9995	9909
10	50	500	1151	10495	11510

* Название и нумерация колонок те же, что и в предыдущей таблице

Между двумя этими таблицами есть одно существенное различие. Обратите внимание, что если ваши акции сначала дешевеют, а затем поднимаются в цене, вы всегда оказываетесь в выигрыше. Таким образом, первая табли-

ца показывает, что после того, как цена акций сначала упала до 5 долларов, а затем вновь поднялась до 10 долларов за каждую, вы могли бы продать свой пакет акций и получить прибыль 1954 доллара, или около 35% на вложенные деньги.

Итак, если акции, которые вы приобретаете, падают в цене, но вы уверены в том, что цена восстановится, как это обычно и случается, то лучше всего продолжать покупать их. Такая тактика называется покупкой по мере снижения курса. Об этой технике должен вспомнить инвестор, если он озабочен снижением цены на один из видов принадлежащих ему акций.

Поскольку колебания цен на акции, вероятно, никогда не будут точно такими, как в таблицах, мы приводим их лишь для того, чтобы продемонстрировать обоснованность и действенность принципа усреднения цены.

В этой системе, направленной на то, чтобы победить рынок, имеется серьезная ловушка. Вы должны иметь деньги и смело покупать акции на одну и ту же сумму и через те определенные интервалы времени, которые сами себе назначите - месяц, три месяца или полгода.

И если цена акций уменьшается, вы обязаны продолжать покупать их, тратя на это заранее запланированную сумму и рассчитывая получить прибыль в дальнейшем. К несчастью, чаще всего случается так, что во время спада на рынке акций банковский счет среднего инвестора также начинает иссякать. Он не может позволить себе покупки именно в тот момент, когда это необходимо. А если в это время он вынужден будет не покупать, а продавать, то может даже понести убытки. И они неизбежны, если человеку приходится продавать акции по цене ниже той, которую в среднем ему пришлось уплатить за свои акции. При таких обстоятельствах техника усреднения цены не предоставляет никакой защиты. Но однако, в большинст-

пеливого и настойчивого инвестора в течение продолжительного времени, является пример с акциями корпорации RCA. Представьте, что много лет назад, в 1929 году, у вас была приличная сумма денег, например, 23000 долларов, и вы решили вложить их в акции корпорации RCA. Тогда эти акции пользовались популярностью: у компании были прекрасные перспективы роста. В начале 1929 года акции компании продавались по цене от 375 до 380 долларов за каждую. На 23000 долларов вы смогли бы приобрести 61 акцию. С течением времени - из-за неоднократно проводившихся расщеплений акций - их число достигло бы 1087, и вы получили бы дивидендов на общую сумму в 16700 долларов. Но представим, что спустя 46 лет с момента покупки акций, а именно в конце 1974 года вы решили продать их: к этому времени они стоили всего 11685 долларов из-за падения в цене на 72%, которое произошло на фоне общего спада в 1973-1974 годах. Итак, с учетом дивидендов, ваша чистая прибыль после 46 лет составила бы только 5400 долларов на вложенные 23000 долларов.

Это, конечно, слишком мало. Если бы вы продали свои акции двумя годами раньше, в 1972 году, то чистая прибыль составила бы 33800 на вложенные 23000 долларов - с учетом выплаченных дивидендов, а также повышения акций в цене.

Теперь представим, сколько бы вы выиграли, если бы стали использовать стратегию усреднения цены и вложили бы те же 23000 долларов в те же акции, но порциями по 500 долларов в год в течение 46 лет. Мы также предполагаем, что каждый раз приобреталось столько акций (при открытии рынка в начале года), чтобы получилась сумма, максимально приближенная к 500 долларам.

К концу 1974 года вы являлись бы владельцем 5476 акций, с учетом всех дроблений, и, таким образом, чистая прибыль после уплаты всех комиссионных сборов за покупки составила бы более 121000 долларов, и это несмотря на то, что вы осуществили продажу в в 1974 году - в неблагоприятный момент спада на рынке. Из этой суммы 85000 долларов пришлось бы на дивиденды, что более чем в три с половиной раза превысило бы общую сто-

имость вашего вклада. Это - впечатляющий результат, и вы вполне смогли бы добиться его благодаря возможности покупать акции RCA по более низким ценам во время жестоких спадов на рынке, неоднократно наблюдавшихся в течение этих 46 лет.

Но тем не менее надо признать, что пришлось бы рассказать эту историю совсем по-другому, если принять за точку отсчета не 1929, а 1933 год. Тогда оказалось бы, что было гораздо выгоднее сразу купить акции на всю сумму в 23000 долларов, чем приобретать акции партиями на 500 долларов в год в течение 41 года - с 1933 по 1974 год.

Если в начале 1933 года вы вложили в акции RCA 20500 долларов (сумму, эквивалентную той, что вы истратили бы за последующий 41 год, отдавая в год по 500 долларов), то стоимость ваших инвестиций к концу 1974 года достигла бы почти 372000 долларов с учетом дивидендов и повышения акций в цене. Если же вы покупали акции в течение 41 года, то вам удалось бы выручить не более 36% от этой суммы, т.е. чуть больше, чем 136000 долларов.

Поскольку лишь немногие могут позволить вложить сразу крупную сумму в акции, и цены на большую часть акций время от времени изменяются в широких пределах, более благоразумным и выгодным делом для инвестора было бы разработать свой план усреднения цены и следовать ему. Этот план позволяет приобретать капитал в результате колебаний цен, что иногда бывает гораздо выгоднее, чем тратить на акции всю сумму сразу.

Таблица, приведенная ниже, показывает, что вы получили бы к июню 1975 года, если, начиная с 1929 года, вкладывали примерно по 500 долларов в год в акции RCA или в девятнадцать других акций, которые приобрели особую популярность среди инвесторов, использующих ежемесячный план капиталовложений. (Здесь: I - общая

Aluminum Co. of America	$23,689	2,283	$88,181	$55,975	$144,156	$120,467
American Tel. and Tel.	23,552	744	37,851	40,877	78,728	55,176
Caterpillar Tractor	23,780	9,263	646,094	199,244	845,338	821,176
Consolidated Edison	23,793	1,283	19,245	43,410	62,655	38,862
Dow Chemical	23,951	8,386	768,367	141,317	909,684	885,733
duPont (E.I.) de Nemours[a]	23,981	453	89,805	97,645	187,450	163,469
Eastman Kodak	23,757	5,858	621,680	133,729	755,409	731,652
Exxon Corp.	23,533	1,706	151,407	126,504	277,911	254,378
General Electric	23,569	2,384	109,962	71,075	181,037	157,468
General Motors	23,613	1,897	109,315	154,775	264,090	240,477
Goodyear Tire & Rubber	23,856	12,590	273,833	190,628	464,461	440,605
Gulf Oil	23,672	6,152	126,116	137,561	263,677	240,005
Nabisco Inc.	23,916	1,208	46,506	47,338	93,846	69,930
Pacific Gas & Electric	23,706	1,683	34,922	53,065	87,987	64,281
Phillips Petroleum	23,600	4,547	246,675	127,612	374,287	350,687
RCA Corp.	23,532	5,523	105,627	90,682	196,309	172,777
Sears, Roebuck	23,863	4,738	305,601	128,614	434,215	410,352
Union Carbide	23,817	1,263	77,201	61,151	138,352	114,535
United States Steel	23,629	1,404	91,260	81,690	172,950	149,321
Westinghouse Electric	23,235	2,985	39,924	56,353	96,277	73,042

тельство того, как возрастает стоимость постепенно накапливаемых акций при использовании плана по усреднению цены в течение продолжительного периода времени. Именно эта черта - постепенное накопление капитала и делает привлекательными месячные программы капиталовложений, которые позволяют мелким инвесторам проводить в жизнь свой собственный план покупки любых акций из числа зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Инвестирование по формуле является по своей сути не столько системой, способной "обмануть рынок", сколько механическим средством усиления расчетливости и осторожности инвестора. Существует огромное количество различных формул по инвестированию. Практически каждый специалист может изобрести свою собственную. Но если отбросить технические детали, то можно обнаружить одно общее для них свойство: инвестиционный фонд должен иметь четкий баланс между акциями и облигациями, и соотношение этих двух видов ценных бумаг должно изменяться при повышениях или понижениях на рынке. Вы покупаете облигации и продаете акции, когда происходит повышение на рынке акций, на том основании, что по мере повышения цен рынок становится более уязвимым. Если на рынке происходит спад, то следует поступать наоборот. Даже если допустить, что исходные условия являются в основном благоприятными, тем не менее, согласно теории, средний инвестор не может применять инвестирование по формуле с достаточной эффективностью. Обычно его инвестиционный фонд недостаточно велик для того, чтобы план инвестирования по формуле работал без искажений. Это обусловлено тем, что инвестиционный план основан на следующем допущении: часть фонда, вложенная в акции, ведет себя в соответствии со средним рыночным уровнем. Очевидно, что чем меньше ассортимент акций, который вы можете позволить себе хранить в вашем фонде, тем в меньшей степени они будут повторять движения цен на рынке в целом. К тому же, мотивы, на которых основан

стор не может рассчитывать на такой доход от них, который был бы равен доходу от других государственных или промышленных облигаций, особенно в связи с тем, что прибыль от сберегательных облигаций в первые годы значительно меньше. Конечно, сберегательные банковские вклады могут быть заменены на облигации.

Существует три основных вида планов по формульным инвестициям: план с постоянной стоимостью в долларах, план с постоянной пропорцией и план с переменной пропорцией. *План с постоянной стоимостью в долларах* предполагает, что в течение всего времени у клиента должно находиться некоторое количество акций, стоимость которых выражается постоянной величиной. Если у вас есть 22000 долларов, вы можете принять решение держать 10000 из них, не больше и не меньше, инвестированными в акции. Если стоимость ваших акций возрастает, скажем, до 11000, вы должны продать акции на 1000 долларов и на вырученные деньги купить облигации. Если ваши акции дешевеют на 1000 долларов, вы должны продать облигации на эту сумму и купить акции. Недостатком этого плана является то, что с течением времени цены на акции имеют тенденцию к повышению, по крайней мере, так происходило исторически. Если ваши вклады в акции заморожены на определенном уровне, вам не удастся соблюсти все условия.

План с постоянной пропорцией работает в общем такой же, как и план с постоянной стоимостью в долларах, но при выполнении его вы заранее решаете, что 50% вашего инвестиционного фонда постоянно хранится в виде акций, а другие 50% - в виде облигаций. Необходимости поддерживать на постоянном уровне стоимость акций у вас нет. Очевидно, что план с постоянной пропорцией является более гибким, его можно гораздо легче адаптировать к постоянно изменяющимся условиям рынка акций, к тому же он хотя бы частично учитывает долговременную тенденцию роста стоимости обычных акций.

происходят изменения цен на рынке. Например, вы можете начать, приняв за основу соотношение 50:50, но заранее решить, что вы сохраните только 40% своего инвестиционного фонда в обычных акциях, если только цены на рынке возрастут на 25%, согласно одному из общепринятых индексов. Как только уровень цен на рынке поднимется на 50%, вы сократите долю своих вкладов в обычные акции до 30% от общей стоимости фонда. Если произойдет дальнейший рост до 75%, то только 20% ваших инвестиций будут приходиться на долю акций. Если на рынке произойдет спад, вся операция будет проделана в обратном порядке: вам придется покупать акции, когда уровень цен на них будет опускаться до заранее определенного вами промежуточного минимума, и продавать облигации, когда уровень цен на них будет подниматься. Существует не один десяток вариаций планов с переменной пропорцией. Многие из них основаны на сложнейших математических расчетах, в них используются разнообразные экономические индексы, а также средние рыночные уровни. Все они предназначены для того, чтобы извлечь максимальную пользу из присущих рынку колебаний цен, но защитить долговременную позицию инвестора.

Но эти формулы не всегда работают так хорошо, как могли бы. Например, все те, кто вкладывал деньги согласно формульному плану, базирующемуся на сокращении инвестиций в обычные акции по мере повышения цен на рынке, должны были потерпеть убытки в результате общего рыночного повышения, коснувшегося большинства акций. Это большое повышение началось в 1950 году и продолжается до сегодняшнего дня, лишь время от времени прерываясь резкими и кратковременными спадами. Вот почему даже крупные и консервативные вкладчики-организации или прекратили или значительно модифицировали свои планы инвестирования по фор-

вития рынка, сопровождающихся понижением цен.

Хотя средний инвестор не имеет возможности использовать изящную математическую формулу, выведенную применительно к его собственной ситуации, он может получить прибыль, внимательно изучив и используя одно самое важное правило, лежащее в основе всех этих формул. Будьте постоянно в курсе средних рыночных уровней, и по мере того, как они повышаются, пусть они начинают работать для вас как тормоз вашего покупательного энтузиазма. Помните, что ни одно повышение на рынке не будет длиться вечно. Точно так же, как не будет бесконечным понижение, происходящее на рынке, хотя только в 1954 году, спустя четверть века после великого краха, индустриальный индекс Доу-Джонса и индекс цен компании Standard & Poor, учитывающий цены на 500 акций, превысили свои максимальные значения за 1929 год, равные соответственно 387.17 и 31.92.

308 БРОКЕРСКАЯ КОНТОРА РТСБ

предлагает

- **услуги фондовых брокеров**
- **консультации по вопросам инвестирования**

Телефон: **249-02-22** **Факс: 240-34-35**

Наши брокеры помогут Вам сделать правильный выбор!

ДУМАТЬ - всегда нелегко. Но решать инвестиционные проблемы труднее вдвойне, хотя бы потому, что приходится иметь дело с терминами и идеями, достаточно странными - по крайней мере, необычными. Так что вполне понятно, если вы захотите переложить ваши инвестиционные проблемы на кого-нибудь другого. Все чаще и чаще инвесторы приходят к такому выводу. Они обращаются в *инвестиционные компании*, преимущественно в *инвестиционные фонды*, и там находят решение своих проблем.

Ничего сверхъестественного в инвестиционном трасте нет, как нет ничего таинственного в его работе. Представьте себе, что у вас и у некоторых ваших друзей или знакомых, которых наберется человек двадцать, есть по 1000 долларов, которые можно выделить на инвестиции. Вы решаете вкладывать деньги не в индивидуальном порядке, каждый сам по себе, а объединить их. Тогда вместо того, чтобы создавать инвестиционный клуб и обсуждать в ходе его заседаний варианты вложений, вы передадите всю сумму одному человеку, назначенному вами управляющим фонда, который и будет заниматься вашими инвестициями. В таком случае можно сказать, что двадцать собранных вами человек и составят инвестиционный траст, или инвестиционную компанию, в миниатюре.

Представим, что вам повезло, и в конце первого года менеджер вашего траста сообщил, что ему удалось получить прибыль на вложенные вами деньги. Стоимость акций, которыми владеет траст, возросла с 20000 до 22000 долларов. Доля каждого из членов траста составляет теперь 1100 долларов (22000 долларов, поделенные на 20).

принять одно из двух возможных решений.

Вы можете ограничить число членов траста вступившими в него при его основании и ограничить капитал первоначально внесенной суммой. Иначе говоря, вы создадите *инвестиционный фонд закрытого типа.* В состав вашей компании не будут приниматься новые члены, за исключением, конечно, тех случаев, когда кто-нибудь из прежних двадцати членов траста захочет продать свою долю за ту сумму, о которой договорятся покупатель и продавец. Такое право есть у каждого члена траста.

Альтернативный вариант предполагает решение о расширении траста и принятии новых членов. Поскольку стоимость каждого вклада теперь составляет 1100 долларов, то вы можете принять решение, что каждый вновь вступающий должен внести именно такую сумму. Эти 1100 долларов будут теперь считаться *чистой номинальной стоимостью активов одного пая* на текущий момент. Она определяется исходя из текущей рыночной стоимости всех акций, принадлежащих вашему трасту или фонду, поделенной на количество участников. Чистая номинальная стоимость активов, приходящихся на один пай будет величиной переменной по двум причинам: (1) общая стоимость вкладов вашего траста колеблется в зависимости от изменения рыночных цен на акции, принадлежащие ему; (2) количество долей участия также изменяется по мере того, как дополнительные паи продаются новым или прежним участникам фонда или старые паи погашаются желающими выйти из состава фонда.

Если вы решите, что ваша компания будет функционировать именно таким образом, то превратите ее в *инвестиционный фонд открытого типа*, который называют также *взаимным фондом.*

Такова теоретическая разница между инвестиционными фондами открытого и закрытого типа. Но в действительности между ними существуют и другие различия.

Инвестиционные фонды закрытого типа - это акционерные компании, доли участия в которых продаются и покупаются, как другие акции. Их бизнесом является инвестирование, а не производство и продажа продукции. Но ими, как и любыми другими компаниями, уп-

равляют чиновники и директора, несущие ответственность перед владельцами акций. Владельцы акций получают прибыль или терпят убытки в зависимости от того, повышается или понижается стоимость акций, которыми владеет траст, и от того, как изменяются размеры выплачиваемых по этим акциям дивидендов.

Некоторые из этих компаний, например Lehman Corporation или Tri-Continental Corporation, зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже. С помощью любой фирмы-члена биржи вы можете приобрести любое количество их акций - от одной до сотни, уплатив необходимый комиссионный сбор. Акции других, менее крупных и известных инвестиционных фондов закрытого типа, могут быть приобретены на внебиржевом рынке.

Иногда акции таких инвестиционных фондов закрытого типа продаются по цене с надбавкой - то есть по цене, которая выше, чем чистая номинальная стоимость активов, приходящихся на один пай. В других случаях они продаются по цене со скидкой, то есть ниже номинала, особенно когда на рынке происходит понижение. Инвестиционные компании закрытого типа ежеквартально публикуют данные о чистой номинальной стоимости активов, приходящихся на один пай.

Напротив, акции инвестиционной компании открытого типа, или взаимного фонда, всегда продаются и покупаются по чистой номинальной стоимости своих активов. Ежедневно взаимные фонды рассчитывают и объявляют данные о чистой номинальной стоимости своих активов. Эта стоимость и определяет, какую цену возьмут дилеры с покупателей, или сколько получит владелец акций, продав их.

Взаимные фонды, если имеют такую возможность, выплачивают дивиденды, облагаемые налогом по регулярным ставкам обложения. Они также распределяют долговременную прибыль от прироста капитала, которую они получают по своим вкладам. Поскольку эти суммы представляют собой доход от вложенного капитала, индивидуальные владельцы акций взаимных фондов платят налоги с этих доходов в соответствии со своей налоговой категорией, точно так же, как и с других видов долговременного

дохода от прироста капитала. Владельцы акций инвестиционной компании открытого типа могут также реинвестировать дивиденды или доходы от распределения средств, полученных в результате продажи акций.

Эти два различных вида трастов занимаются по существу одним и тем же бизнесом. Но различия в их структуре порождают и различия в функциях. Инвестиционный траст закрытого типа не может по своему усмотрению увеличивать сумму своего первоначального капитала. Взаимный фонд не только может, но постоянно стремится к увеличению своих вкладов. Чем больше продается его акций, тем больше растет инвестиционный фонд, и на большую прибыль рассчитывают его торговые агенты и консультанты по капиталовложениям.

К концу 1981 года в стране существовало 675 инвестиционных фондов открытого типа. В последнее время именно они получили широкое развитие, а фонды закрытого типа перестали играть заметную роль и были практически забыты.

Развитие фондов открытого типа можно назвать феноменальным - общая сумма их капитала, в 1941 году составлявшая полмиллиарда долларов, к 1981 году выросла до 250 миллиардов долларов. Пять спадов на рынке после 1941 года очень сильно отразились на положении взаимных фондов. В эти периоды чистая номинальная стоимость их активов уменьшалась в той же мере, что и цена акций в целом, тем не менее, в течение долгого времени цифры роста оставались удивительно устойчивыми и впечатляющими. Некоторые фонды открытого типа выросли до гигантских размеров. В настоящее время существует семь фондов открытого типа с капиталом более миллиарда долларов, у шестнадцати других фонды достигли полумиллиардной отметки, а еще 112 могут похвастать активами в 100 миллионов долларов каждый.

Эти цифры показывают, что огромное количество новых инвесторов становились членами взаимных фондов. В большинстве своем это люди, прежде не решавшиеся принять участие в работе рынка акций. Надо отметить, что инвестиционные фонды открытого типа вынуждены постоянно привлекать новых вкладчиков, компенсируя

таким образом отток средств из фонда из-за того, что некоторые из них продают свои акции. В плохие годы им приходится распродавать часть своих акций, чтобы расплатиться с теми, кто выходит из фонда, если число вновь вступающих вкладчиков недостаточно. Иногда эта тенденция преобладает и в относительно удачные годы. Однако, надо признать, что в последнее время к услугам инвестиционных фондов открытого типа все чаще и чаще прибегают крупные организации-инвесторы, поскольку вступление в такой фонд освобождает менеджеров от ответственности за управление инвестиционными портфелями своих учреждений. Такие крупные инвесторы в настоящее время владеют 37.7% капитала всех фондов открытого типа, и на их долю приходится основное количество крупномасштабных сделок. Обслуживание пенсионных фондов служащих и финансовых отделов корпораций, которое должно способствовать пополнению фондов корпораций, также является быстро развивающейся отраслью бизнеса инвестиционных фондов открытого типа.

Почему же произошел такой быстрый рост взаимных фондов? Конечно, дело в том, что фонд открытого типа имеет много привлекательных свойств для людей, предпочитающих пользоваться готовыми решениями инвестиционных проблем. Гораздо проще довериться компетентному мнению другого человека о рынке (особенно, если он является специалистом по всем связанным с рынком проблемам), чем самому ломать голову над тем, купить ли акции X или Y, стоит ли продать акции A или B.

Торговые агенты взаимных фондов получают в качестве вознаграждения комиссионные - порой весьма значительные. Это обстоятельство много лет назад привлекло в данную отрасль бизнеса большое количество "мотыльков", но за последние годы, благодаря тому, что бизнесом стали заниматься более профессионально подготовленные люди, их сменили зарегистрированные представители фирм-членов биржи, торговые агенты внебиржевых фирм и, в какой-то мере, те кто получил профессиональные навыки в самих взаимных фондах.

Человек, вступающий в один из взаимных фондов, платит комиссионный сбор или, как его обычно называют

плату за управление капиталом, внесенную в инвестиционный фонд . Эта плата составляет приблизительно 5.6% от капитала, вносимого в фонд. Ставки комиссионных сборов устанавливаются самими траст-фондами, и некоторые из них взимают максимальную ставку, разрешенную законом - 8.5%.

Чтобы оценить, насколько могучий стимул торговли - плата за управление капиталом, давайте рассмотрим ситуацию с точки зрения брокерской фирмы, являющейся членом Нью-Йоркской фондовой биржи. Представьте, что один из торговых агентов фирмы продает вклад на сумму 5000 долларов во взаимном фонде. Плата за управление капиталом, внесенным в траст-фонд, составит 8.5% (по максимуму), то есть 425 долларов. В этом случае плата за управление капиталом вычитается из первоначальной суммы сделки, то есть только 4575 долларов будут реально вложены в фонд. Но для вкладчика получается, что реальная ставка комиссионного сбора за его покупку составит 9.3%, а не 8.5%, если считать по отношению к реально инвестированной в фонд сумме. Из всей суммы комиссионного сбора, взысканного брокерской фирмой, ей остается, как правило, 75%, или 317 долларов. Остаток пойдет в инвестиционный фонд на покрытие расходов по его управлению.

Теперь представим, что торговый агент той же самой фирмы продает своему клиенту акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, на 5000 долларов. Комиссионный сбор, который получит фирма за осуществление этой сделки, будет значительно ниже. Насколько конкретно, зависит от тарифных ставок, принятых фирмой. Например, до 1 мая 1975 года, когда ставки комиссионных сборов были фиксированы, размер вознаграждения за покупку 100 акций по 50 долларов каждая составлял всего лишь 71.50 долларов.

Как правило, при продаже или погашении клиентом своей доли участия в инвестиционном фонде открытого типа, с него не взимаются комиссионные сборы. Брокер получает только 317 долларов, предусмотренные при покупке клиентом пая взаимного фонда, а в дальнейшем брокеру не приходится рассчитывать ни на какие другие

доходы от сделки, связанной со взаимным фондом. Напротив, если клиент, купивший зарегистрированные акции, захотел их продать, то брокер может вновь получить комиссионное вознаграждение. Но даже комиссионный сбор за законченную торговую сделку - за покупку и продажу одновременно - все-таки будет существенно ниже платы за управление капиталом, внесенным в траст-фонд. Тем более, что для брокера выгоднее получить сразу большое комиссионное вознаграждение, чем ждать, получит ли он вторую часть.

Средние вкладчики, вносящие деньги в инвестиционные фонды, должны платить 5.6% комиссионного сбора за распоряжение о покупке доли участия на 5000 долларов, но чем значительнее вклад, тем меньший процент от него приходится отдавать в качестве комиссионных. Например, норма процента за выполнение распоряжения, касающегося вклада на 100000 долларов, может не превышать 1%. За долю участия стоимостью миллион долларов придется заплатить всего лишь от 0.5 до 1%. Но тогда получается, что крупным организациям- инвесторам, осуществляющим биржевые операции на очень крупные суммы, также предоставляются льготы в оплате комиссионных процентов.

В шестидесятых годах быстро развивалась и наиболее активно продвигалась на рынок такая разновидность взаимного фонда, как "*программа инвестирования с предварительной оплатой расходов*". Клиент, вкладывающий деньги в этот фонд, дает согласие на внесение одинаковых периодических платежей в течение десяти или пятнадцати лет, и на всю внесенную сумму для него приобретаются акции фонда на бирже. Когда торговый агент заключает с клиентом договор о программе инвестирования с предварительной оплатой расходов, он получает 50% от общей суммы взноса, сделанного клиентом в течение первого года. Таким образом, если покупатель решил вносить по 50 долларов ежемесячно в фонд и за первый год выплатил 600 долларов, то из них 300 долларов будут немедленно уплачены в виде комиссионного сбора торговому агенту. И только 300 долларов будут реально инвестированы в акции, принадлежащие клиенту.

Нужно ли удивляться, что при столь высоких начальных платежах, фонды с предварительной оплатой расходов стали быстро расти в шестидесятые годы, и число их выросло с десяти до семидесяти и более.

В период действия контракта с предварительной оплатой расходов средняя плата за управление капиталом, внесенным в траст-фонд, составит 5-6% в год. Но для торгового агента эти фонды очень выгодны, поскольку он сразу получает львиную долю комиссионного сбора за все время действия контракта. Ему не приходится заботиться о том, что покупатель может разорвать контракт спустя два или три года после его заключения.

Если клиент, вступивший в фонд с предварительной оплатой расходов, захочет разорвать свой контракт и продать пай, то он не может рассчитывать на то, что доход от его продажи перекроет сумму, выплаченную в качестве комиссионного сбора, если время его пребывания в фонде составило менее трех лет. Конечно, если резко не увеличится стоимость его доли в фонде. Во время спада на рынке акций может случиться так, что пройдет пять или шесть лет, прежде чем доход от продажи доли участия компенсирует расходы, связанные с оплатой комиссионных сборов. Но если не повезет, то навсегда. А между тем, торговый агент заранее получил аккуратно выплаченные деньги.

Напротив, покупатель акций бесконтрактного взаимного фонда или *добровольного плана накопления с неизменным уровнем комиссионного сбора* может внести ту же сумму и уплатить те же 5-6% комиссионного сбора, но он не окажется в таком затруднительном положении, если предположить, что стоимость долей участия в его фонде никогда не снизится. Ему не придется продолжать выплаты только для покрытия крупной суммы заранее выплаченных комиссионных сборов. Он может выйти из фонда, как только сочтет необходимым.

В 1966 году S.E.C. обратилась в Конгресс с просьбой о принятии закона, запрещающего или ограничивающего правила продажи, существовавшие во взаимных фондах. В частности, она требовала запрещения фондов инвестирования с предварительной оплатой расходов. Менеджеры

фондов, однако, привели в защиту таких контрактов следующий аргумент: по их мнению, инвесторам необходимо некоторое принуждение, например, угроза убытков, в том случае, если они захотят разорвать контракт вскоре после его заключения. Только таким образом их можно заставить экономить и продолжать регулярное инвестирование. Но S.E.C. привела данные проведенных ею исследований, согласно которым 20% тех, кто принимал участие в программах инвестирования с предварительной оплатой расходов, были вынуждены продать контракты и понести убытки, потому что они оказались не в состоянии вносить платежи. В основном это были инвесторы, приобретавшие контракты за 10 или 20 долларов в месяц, то есть те, для кого эти убытки оказались разорительными.

Когда Конгресс, наконец, принял поправки к Закону об инвестиционных компаниях в 1970 году, работники этого бизнеса вздохнули с облегчением. Контракты с предварительной оплатой расходов удалось отстоять, хотя в них были внесены серьезные ограничения. Согласно закону от 1970 года, эти фонды могут по-прежнему взимать комиссионный сбор в размере 50% от взноса, выплачиваемого клиентом в первый год. Но законом предусмотрено, что клиент может разорвать свой контракт в любое время в течение первых 45 дней с момента его заключения и получить обратно всю сумму комиссионного сбора. Он также предоставляет право клиенту в течение восемнадцати месяцев расторгнуть договор и получить обратно 85% комиссионных, плюс, конечно, стоимость доли участия в момент разрыва контракта.

В законе также оговорено, что покупатель должен получать извещение о времени покупки, в котором уточняется размер комиссионного сбора, вычитаемый из стоимости покупки, а также содержится информация о его праве на выход из фонда и возмещении расходов. Если покупатель пропускает три платежа в течение первых пятнадцати месяцев или один платеж, но между пятнадцатым и восемнадцатым месяцем, фонд обязан вновь поставить его в известность о его праве на разрыв контракта, а также об условиях выхода из фонда.

Если фонд хочет избежать всех сложностей, связанных

с правом клиента на разрыв контракта, ему достаточно ограничить максимальные размеры комиссионных сборов до 20% в течение года, а также проследить, чтобы за первые четыре года они не превышали суммарно 64%.

Кроме всех преимуществ в получении комиссионных сборов, взаимные фонды дают брокерам еще один стимул для усиленной торговли долями участия. По мере их роста, они приобретают дополнительные акции очень крупными партиями. Постоянно обновляют свои портфели, продавая 5000 или 10000 одних акций и покупая 5000 или 10000 других. Естественно, что фонды стремятся поручать заключение этих очень выгодных сделок, связанных с торговлей блоками акций, тем брокерам, которые наиболее успешно торгуют долями участия в этих фондах.

В течение шестидесятых и в начале семидесятых годов торговая деятельность фондов быстро возрастала, поскольку конкуренция толкала их на активное обновление портфелей акций для обеспечения более высоких прибылей. Иногда в погоне за спекулятивной прибылью на повышающемся рынке фонды целиком обновляли до половины содержимого своих портфелей акций за год или даже за более короткий промежуток времени.

Поскольку фонды не имеют права быть членами крупных фондовых бирж, они для выполнения своих распоряжений относительно зарегистрированных акций, прибегают к услугам брокерских фирм-членов биржи. В конце шестидесятых годов, когда на рынке происходило повышение, между фирмами-членами биржи существовала жесткая конкуренция за выгодных клиентов, которыми были инвестиционные фонды, оперировавшие крупными блоками акций. Процветали взаимовыгодные сделки. "Ты - мне, я - тебе" стало лозунгом дня. Брокеры и дилеры старались интенсифицировать торговлю инвестиционных фондов, чтобы получать большее количество комиссионных сборов.

Но с отменой фиксированных комиссионных сборов в 1975 году такие взаимовыгодные сделки потеряли смысл, и их стало значительно меньше. Для инвестиционных фондов стало важно не количество продаж акций, принадлежащих фонду, а то, насколько брокер уменьшит комиссионный сбор, чтобы сохранить возможность торговать крупными блоками фонда.

Даже если доли участия во взаимных фондах распродаются клиентами в значительных количествах, это вовсе не означает, что их не следует покупать. Как раз наоборот. Одним из главных инвестиционных достоинств любых инвестиционных фондов, как открытого, так и закрытого типов, является то, что они имеют разнообразные вклады во многих компаниях, относящихся к самым раз-

ным отраслям промышленности. Очевидно, что вероятность риска гораздо меньше (как и вероятность получения высоких прибылей), если вкладывать деньги одновременно в 50 или 150 различных компаний, чем при инвестировании в акции всего одной фирмы.

Конечно, защита вкладов, предоставляемая инвестиционным фондом с помощью диверсификации, - это аргумент, который нередко приводят торговые агенты фондов. И весомый аргумент. Однако, важность диверсификации как способа защиты вкладов клиентов увеличивается или уменьшается в зависимости от того, какой взаимный фонд вы выберете в качестве объекта своих инвестиций. Существует большое количество фондов различных видов.

Самым распространенным является инвестиционный фонд открытого типа по операциям с обычными акциями - это фонд, капитал которого целиком инвестирован в различные обычные акции. В большинстве фондов принято инвестировать не более 10% своих средств в одну конкретную отрасль промышленности. Но несмотря на это, их инвестиционная политика может сильно различаться. Для одних главной целью является доход. Другие нацелены одновременно на рост капиталов фонда и получение прибыли. Есть и такие, и их, вероятно, большинство, которые считают основной задачей долговременный рост капитала.

Существуют и фонды с другой стратегической направленностью. Они вкладывают свои капиталы в ценные бумаги компаний, относящихся к одной единственной отрасли промышленности: химической, производству лекарственных средств, электронике и так далее. Некоторые из этих *фондов, имеющих особую направленность*, направляют свои инвестиции в определенные географические районы. Бывают также фонды, стремящиеся найти инвесторов среди представителей одного социального слоя или профессиональной группы (например, среди фермеров, пилотов самолетов, даже среди работников кладбищ).

Существуют еще и *фонды капиталовложений с высокой долей риска*, чьи средства целиком вкладываются в

спекулятивные акции, которые могут резко подняться в цене, а также *хедж-фонды*, также серьезно рискующие своим капиталом.

Первоначально хедж-фонды объединяли состоятельных людей, создавших эти фонды и управлявших ими, как частными компаниями. Но когда рынок достиг своего пика в 1973 году и началась спекулятивная лихорадка, многие из этих хедж-фондов, созданных и руководимых частными лицами, чьей собственностью они были, предложили свои услуги широкой публике. Если вы хотели стать партнером в таком фонде, то не играло роли, можете ли вы идти на риск. Хедж-фондов вообще не существовало бы, если бы нельзя было спекулировать. Они занимаются покупкой акций с маржей и продажей без покрытия, хотя эта практика запрещена к применению в обычных взаимных фондах. Их сделки связаны с варрантами и опционами. Они вкладывают деньги в "особые ситуации", покупая иногда даже акции таких мелких или настолько новых компаний, что они не имеют возможности продвинуть их на рынок.

В дополнение ко всем фондам, имеющим дело с обычными акциями, существуют также *сбалансированные фонды*, вклады которых поделены между облигациями, обычными и привилегированными акциями. Многие из этих в высшей степени консервативных фондов работают в том же духе, что и некоторые планы инвестирования по формулам. По мере того, как обычные акции все больше повышаются в цене, все более значительная доля капиталов этих фондов уходит в привилегированные акции и облигации, чтобы защитить вклады от спадов, происходящих на рынке. Когда же на рынке происходит понижение, эти фонды продают облигации и начинают скупать акции, ожидая получить прибыль при новом повышении.

Кроме всех вышеперечисленных форм взаимных фондов, существуют и особые - *беспремиальные фонды*. Ваш брокер вряд ли будет заинтересован в том, чтобы осуществить для вас покупку доли участия в таком фонде непосредственно у компании, руководящей этим фондом, поскольку за оформление этой сделки он не получит ничего. Он предпочтет продать вам пай в каком-нибудь

другом фонде и получить за это хорошее комиссионное вознаграждение.

Все инвестиционные фонды открытого типа пользуются услугами профессиональных менеджеров из специальных фирм. Они руководят фондами и определяют их инвестиционную политику. Торговые агенты взаимных фондов могут не без оснований гордиться тем, что они способны инвестировать ваши деньги более удачно, чем вы сделали бы это сами. Именно этим образом они оправдывают ту плату за управление капиталом, составляющую от 0.5% до 1%, которую они взимают с покупателя.

Очень часто люди, входящие в состав управляющей компании, являются одновременно и теми людьми, которые решают судьбу ее торговых сделок. Сидя на двух стульях сразу, они получают доход в двух местах, причем обе суммы могут быть весьма значительными. Законом, конечно, предусмотрено, за некоторыми исключениями, что не более чем 60% директоров взаимного фонда могут быть связаны с обслуживающими его консультативными или управляющими компаниями. И все-таки в настоящее время незначительное число руководителей взаимных фондов дважды получают прибыль из доходов одного и того же фонда.

Если профессиональный менеджмент является заслуживающим внимания делом, если он стоит того, чтобы платить за него 0.5% в год, то вполне логично предположить, что уровень прибыли взаимного фонда выше среднего рыночного уровня.

Действительно, так ли это?

На этот вопрос не может быть дан четкий и однозначный ответ. Ответ зависит от длительности периода, в течение которого проводится анализ деятельности фонда, от того, какой из многочисленных существующих фондов имеется в виду.

В некотором смысле своим стремительным ростом индустрия взаимных фондов обязана неумышленной ошибке S.E.C., которая была допущена при принятии в 1940 году первоначального Закона об инвестиционной компании. В то время о взаимных фондах еще никто ничего не знал. Обращаясь к Конгрессу с просьбой о принятии закона об инвестиционных компаниях, S.E.C. имела в виду такой закон, который позволил бы ей регулировать деятельность инвестиционных трастов закрытого типа, переживших период бума во время максимального взлета рынка

в 1929 году.

Тогда многие компании такого типа быстро и свободно использовали деньги своих клиентов. Менеджеры траст-фондов платили себе большие вознаграждения и бонусы за сомнительные услуги. Они делили комиссионные вознаграждения с бухгалтерами и юристами. Пользуясь практически полной свободой выбора и инвестируя капиталы траст-фондов туда, куда они считали нужным, менеджеры охотно предлагали свои услуги инвестиционным банкирам, которые стремились продавать на рынке новые и весьма сомнительные выпуски акций. Они использовали все виды спекулятивной практики. Покупали акции с маржей. "Возводили пирамиды" из бумажных прибылей. Использовали траст-фонды для установления господства над целыми индустриальными империями, часто вкладывая при этом ничтожные суммы наличных денег, тех самых, которые поставлялись клиентами фонда. Когда начался кризис 1929 года, 700 траст-фондов потерпели полный крах, у них не осталось даже видимости наличных денег.

Закон от 1940 года был направлен на то, чтобы запретить такую деятельность, потребовать полного раскрытия всех данных о деятельности фондов, а также на то, чтобы закрыть доступ в бизнес беспринципным дельцам. Но при этом S.E.C. невольно санкционировала те методы торговли, которые затем дали возможность преуспеть инвестиционным фондам открытого типа. В частности, законом были установлены плата за управление капиталом, внесенным в траст-фонд, программы инвестирования с предварительной оплатой расходов и вознаграждения за менеджмент.

Только одну вещь, которую хотели бы получить, не получили инвестиционные фонды в 1940 году. Речь идет о свободной рекламе. Поскольку взаимные фонды постоянно выпускают новые акции, они неизбежно попадают под постановление о проспектах, содержащееся в законе от 1933 года. Это означает, что реклама взаимного фонда должна представлять собой или полный рекламный проспект, или объявление, в котором указано название фонда, даны заявка на новый выпуск акций, и одно или два предложения о его целях. Несмотря на то, что в последние годы многие из этих ограничений были смягчены, взаимные фонды продолжают рассматривать их как колючку, впившуюся им в пятку.

Когда в 1966 году S.E.C. обратилась в Конгресс с требованием введения закона, ограничивающего многие виды деятельности взаимных фондов, она имела в виду полное запрещение программ инвестирования с предварительной оплатой расходов, ограничение платы за управление капиталом, внесенным в траст-фонд, пятью процентами, а также значительное сокращение платы за менеджмент, которая составляла 0.5%. Как заявила S.E.C., эта плата была значительно выше чем за услуги банка, связанные с инвестициями.

То, что S.E.C. получила от Конгресса через четыре года, не удовлетворило ее даже наполовину. Контракты по инвестированию с предварительной оплатой расходов запрещены не были. В них были внесены изменения, которые позволяли покупателям разорвать контракт, не потеряв при этом денег, уплаченных в качестве комиссионных сборов. Максимальная плата за управление капиталом, внесенным в трастфонд составила 9%, а не 5%, хотя N.A.S.D. была уполномочена следить за тем, чтобы она была "в пределах разумного". Наконец, плата за менедж-

мент осталась неизменной, но было введено новое положение, согласно которому S.E.C. или любой владелец акций фонда имеет право подать в суд в том случае, если она является настолько чрезмерной, что является нарушением правил деятельности хранителя траст-фонда.

Несмотря на бесконечные требования о внесении изменений в бизнес, связанный с взаимными фондами, существует одно соображение, которое вынуждена была высказать Комиссия по ценным бумагам и биржам. Что будет, если рынок "войдет в штопор", то есть произойдет значительный и долговременный спад? В это время многие из тех, которые владеют долями участия во взаимных фондах, могут решить продать их. Поскольку именно они, в основном люди со скромным достатком, могут нуждаться в своих сбережениях. А тогда-то инвестиционному фонду будет труднее всего возвращать деньги за их паи.

Конечно, в любом фонде существует значительный резерв наличных денег, предназначенный для таких случаев. Но если требования о погашении станут постоянными, фонду придется распродавать крупные блоки акций, чтобы получить необходимое количество наличных денег и терпеть те убытки, которые принесут эти вынужденные распродажи. К тому же, именно эти продажи могут привести к еще более глубокой депрессии на рынке, что сделает более мучительным для трастфонда следующий раунд погашений из-за продолжающегося падения цен.

Хотя взаимные фонды часто становились объектом критики за то, что они якобы способствовали углублению и продлению рыночных спадов 1969-1970, 1973-1974, а также 1978-1979 годов, в общем можно сказать, что они понесли такие же потери в эти трудные периоды, как и индивидуальные вкладчики. Но несмотря на резкое уменьшение капиталов, фондам все же удавалось погасить счета тех клиентов, которые решили выйти из фонда.

Итак сделаем вывод: если вы хотите защитить с помощью диверсификации относительно небольшую сумму инвестиций, и предпочли бы, чтобы ответственность за вложение ваших денег взял бы на себя - за относительно скромное вознаграждение -кто-нибудь другой, тогда необходимо покупать доли участия во взаимном фонде. Но вы должны быть абсолютно уверены в том, что это хороший

фонд, и что его цели полностью совпадают с вашими. Инвестиционных фондов различных типов и разновидностей существуют многие сотни, и выбрать из них тот самый, который подходит именно вам, - задача не менее сложная, чем выбрать определенные акции для вложения денег из великого множества их, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Основные правила, которыми должен руководствоваться вкладчик при выборе фонда, соответствующего его собственным инвестиционным задачам, таковы:

(1) Определите цели, которые вы преследуете при инвестировании. Значительный рост доходов из года в год, рост дивидендов, сумма общего дохода - эти качества прекрасно характеризуют достоинства фонда, необходимого конкретному инвестору. Но все-таки необходимо более детальное рассмотрение. Вам хотелось бы вступить в фонд, который бы в максимальной степени соответствовал вашим собственным инвестиционным задачам. Если при покупке пая фонда вы ожидаете высоких, неуклонно возрастающих доходов в виде дивидендов, то необходим такой фонд, который делает в своей деятельности упор именно на этот аспект рынка. Если вы стремитесь к быстрому возрастанию доли участия в цене, необходимо найти фонд, который имеет дело с акциями мелких, но быстро растущих компаний. Если вы заинтересованы главным образом в сохранении своего капитала, то нужно избегать таких фондов, которые концентрируют свои вклады в немногих отраслях и используют методы, направленные исключительно на спекулятивный рост прибылей. Существуют различные фонды, подходящие для людей с разными типами темперамента, для инвесторов всех возрастов, имеющих различные средства и уровень амбиций. Прежде чем принять окончательное решение, потратьте некоторое время, чтобы убедиться, что тот фонд, в который вы собираетесь вступить, преследует нужные вам цели.

(2) Изучите все сведения, связанные с деятельностью фонда. Конечно, тот факт, что некоторый фонд был хорош для инвесторов в прошлом - вовсе не гарантия того, что его дела будут пойдут хорошо, а, может быть, еще лучше в будущем. Но все-таки согласитесь, что вы скорее вложите деньги в тот фонд, получивший за последние три года получил 50% дохода, чем в тот, который понес за это же время 50% убытков.

(3) Обратите внимание на устойчивость фондов. Самыми лучшими из инвестиционных фондов в этом отношении являются те, которые хоть не намного, но в каждом году опережают конкурентов, а также общий рыночный уровень, по своим показателям. Новичок в бизнесе допустит самую большую ошибку, если решит вложить деньги в фонд или в индивидуальные акции, которые значительно выросли в цене за предельно короткое время: вероятнее всего этот "мыльный пузырь" вскоре лопнет. Деятельность многих таких фондов основана на концепциях, пригодных только для небольших

сроков и необычных рыночных условий. Приобретая такие акции, вы должны быть абсолютно уверены в том, что ваша покупка не приходится на конец нетипичного периода развития рыночных отношений. При выборе инвестиционного фонда, как и при других попытках приобщиться к бизнесу, важно помнить, что гонку может выиграть только тот, кто действует медленно, но верно и неуклонно, конечно, при том условии, что это неторопливый, но уверенный подъем.

(4) Убедитесь в том, что руководство фонда не поменялось. Нет никакого смысла в приобретении долей участия в преуспевающем фонде с прекрасным руководством, цели которого полностью совпадают с вашими, если вдруг выяснится, что и концепция и все прежние достижения принадлежат менеджеру инвестиционного фонда, ушедшего из него за неделю до того, как вы приобрели в нем пай. Инвестиционный фонд, как, впрочем, любой другой вид деятельности хорош только тогда, когда в нем работают настоящие профессионалы. Так что учтите, что когда вы выбираете брокера для покупки акций, вы выбираете человека, который будет помогать определять вашу дальнейшую финансовую судьбу, а когда вы покупаете долю участия во взаимном фонде, вы покупаете услуги команды менеджеров, состоящей из разных людей, которые будут принимать за вас решения о покупке или продаже акций. Следует хорошенько убедиться в том, что это та команда, которой стоит платить деньги.

(5) Внимательно читайте проспекты фонда, чтобы как можно глубже познакомиться с его инвестиционной политикой. Нет двух фондов, которые действовали бы одинаковым образом в одних и тех же отраслях. Некоторые реинвестируют дивиденды. Другие выплачивают их клиентам. Одни держат акции в течение десятилетий, другие обновляют содержимое своих портфелей два или три раза в год. Если вы изучите каждый бит информации, заключенной в выпускаемом фондом проспекте, вам не придется переживать неприятные минуты, если вы вдруг узнаете, что выбранный вами фонд применяет такие методы в своей инвестиционной практике, с которыми вы абсолютно не согласны.

(6) Вырабатывайте свою собственную точку зрения, которая поможет вам следить за текущей деятельностью вашего фонда. В конце концов, именно ваши деньги будет инвестировать выбранный вами фонд. И хотя основной причиной для вступления в инвестиционный фонд, могло быть то, что у вас нет ни времени, ни опыта для того, чтобы принимать самостоятельные инвестиционные решения, нет оснований думать, что такая ситуация будет продолжаться вечно. Существуют два хороших аргумента в пользу того, чтобы член инвестиционного фонда тщательно изучал деятельность своего фонда. Во-первых, вам, наверняка, захочется узнать, насколько компетентным является руководство фондом, совместимы ли ваши философские позиции, а также согласны ли вы с методами управления, чтобы платить за это деньги. Если вы не следите пристально за состоянием дел своего фонда, то у вас нет возможности узнать, насколько хорошо идет бизнес и, что еще более важно, почему руководство поступает тем или иным образом. Во-вторых, наблюдая

за деятельностью специалистов фонда по инвестированию и анализируя ее, вы сможете постепенно и безболезненно изучить основы бизнеса, чтобы самостоятельно покупать для себя акции.

Но, прежде всего, запомните, что вам ни в коем случае не следует соглашаться на предложение первого встречного торгового агента инвестиционного фонда, который к вам обратится. Ниже приводится список инвестиционных фондов, чья деятельность была наиболее удачной с тех пор, как вышло последнее издание этой книги (прибыль за 1976 - 1981 гг.).

Fund	*Gain, 1976–81*
Twentieth Century Growth Investors	465%
Fidelity Magellan Fund	379%
International Investors	352%
Quasar Associates	344%
Twentieth Century Select Investors	341%
Evergreen Fund	339%
Research Capital Fund	334%
American General Pace Fund	320%
United Services Fund	314%
44 Wall Street Fund	307%
Strategic Investments Fund	302%
Lindner Fund	294%
Sigma Venture Shares	279%
Value Line Leveraged Growth Investors	278%
Weingarten Equity Fund	273%
Explorer Fund	272%
Scudder Development Fund	272%
Oppenheimer Special Fund	270%
Over-the-Counter Securities	266%
IDS Growth Fund	265%
Hartwell Leverage Fund	260%
American General Venture Fund	259%
Constellation Growth Fund	257%
Fund of the Southwest	256%
PLITREND Fund	243%

Девятнадцать фондов, вклады которых повышались каждый год в течение указанных пяти лет, перечислены в порядке увеличения прибыли на 1981 год.

Fund	*1981*	*1980*	*1979*	*1978*	*1977*
Lindner Fund	32.9%	32.6%	25.1%	21.8%	28.6%
Able Associates	25.6%	56.7%	79.1%	7.7%	6.4%
Delta Trend	23.2%	28.9%	26.5%	0.4%	4.7%
Lindner Fund For Income	19.2%	14.1%	4.6%	7.0%	11.8%
Value Line Leveraged Growth	18.2%	26.9%	26.0%	27.3%	51.5%
American General Pace Fund	16.2%	30.8%	32.6%	23.5%	28.6%
Sequoia Fund	16.0%	12.8%	12.1%	23.7%	19.6%
Fidelity Magellan Fund	13.6%	64.6%	49.8%	29.5%	12.7%
Windsor Fund	13.2%	22.9%	22.9%	8.7%	0.7%
American National Income Fund	12.2%	18.8%	17.4%	2.1%	1.8%
American General Venture Fund	10.4%	28.5%	42.1%	21.4%	25.6%
Value Line Income Fund	10.1%	26.9%	27.6%	10.8%	1.7%
American General Comstock Fund	8.9%	22.7%	47.7%	13.7%	13.5%
IDS Growth Fund	8.3%	76.9%	38.0%	15.7%	7.0%
Nicholas Fund	7.2%	35.6%	31.0%	25.3%	20.3%
Eaton & Howard Growth Fund	6.9%	42.9%	34.6%	14.7%	1.9%
Tudor Fund	6.7%	43.2%	27.4%	20.2%	6.4%
American Ins. & Industrial Fund	6.5%	7.8%	16.1%	3.7%	2.2%
Janus Fund	5.3%	51.7%	34.8%	16.3%	3.5%

Глава 30

Почему нужно инвестировать, если есть такая возможность

ПОЧЕМУ человек, располагающий некоторой сверх необходимой суммой денег, обязан вкладывать ее в акции?

Ответ на этот вопрос можно найти в приведенной ниже таблице и на графике. График показывает движение цен на акции с 1925 по 1981 год, согласно промышленному индексу Standard & Poor.

1926	4.86	1941	6.62	1956	3.95	1971	2.94
1927	4.73	1942	7.04	1957	4.18	1972	2.61
1928	3.93	1943	4.76	1958	3.87	1973	2.79
1929	3.61	1944	4.69	1959	3.11	1974	4.13
1930	4.84	1945	4.13	1960	3.36	1975	3.96
1031	6.40	1946	3.81	1961	2.90	1976	3.79
1932	7.74	1947	4.90	1962	3.32	1977	4.56
1933	4.06	1948	5.47	1963	3.12	1978	4.81
1934	3.37	1949	6.63	1964	2.96	1979	4.87
1935	3.52	1950	6.69	1965	2.94	1980	4.76
1936	3.39	1951	6.17	1966	3.32	1981	4.83
1937	4.83	1952	5.88	1967	3.07		
1938	4.96	1953	5.86	1968	2.91		
1939	3.87	1954	4.92	1969	3.07		
1940	5.51	1955	3.97	1970	3.62		

В такие периоды, как скажем, 1973-1974 годы, инвесторам было очень трудно сохранять оптимизм по поводу инвестиций. Промышленный индекс Доу-Джонса упал на 45%, инвесторы потеряли более 300 миллиардов долларов. Но именно эти факты служат доводом в пользу того, что, рассматривать историю развития рынка необходимо за возможно больший промежуток времени. Только тогда заметно, что здесь не бывает случайностей, что пять рыночных спадов, произошедших за последнюю половину века, не были столь катастрофическими.

В исторической ретроспективе видно, что, в конце концов, рынок всегда восстанавливался, и обычные акции оставались неплохим объектом для инвестиций.

Но вы можете задать резонный вопрос: "Не дает ли повода для беспокойства стойкая тенденция к сокращению среднего уровня дохода от акций за последние пятьдесят лет?" - о чем свидетельствует эта таблица.

Нет, не дает, поскольку эти доходы - цифры процентов, полученные делением суммы дивидендов в долларах на долларовую цену акций, включенную в индекс. А понижение уровня может быть вызвано и действительным понижением суммы выплачиваемых дивидендов, и повышением цен на акции. Это верно, по крайней мере, для данных за последние два с половиной десятилетия. Средний уровень дохода мог упасть с 6.69% за 1950 год до 4.83% за 1981 год, но в течение этого времени, как показывает график средний уровень цен на акции вырос примерно с 20 до 150 долларов за акцию. В результате тако-

го существенного увеличения стоимости и произошло видимое снижение (в процентном отношении) среднего уровня дивидендов к цене. Но это уменьшение было относительным, а не абсолютным.

Чтобы проиллюстрировать вышесказанное, приведем следующий пример. Предположим, вы купили акции по 20 долларов за каждую в 1950 году и получили дивиденды, равные среднестатистическому значению, то есть 6.7% за тот год. Таким образом, ваш дивиденд - 1.34 доллара на акцию. Если цена на акции в точности повторяла изменения среднего уровня рыночных цен на акции, то в 1981 году она достигла примерно 150 долларов и доход составил 4.83%. Иными словами, действительная долларовая сумма дивиденда возросла до 7.23 долларов за акцию. Более того, на первоначальный вклад вам причитается в год 35.15%, поскольку на первоначальный вклад в 20 долларов вы получите в качестве дивиденда 7.23 доллара.

На доход, который инвестор получает от своих акций, никоим образом не влияет изменение цены после оформления покупки. На него влияет только изменение размера дивиденда. Например, заплатив 100 долларов за акции, по которым выплачивается дивиденд в размере 5 долларов, вы получаете свои 5% от вклада до тех пор, пока фирма выплачивает 5 долларов дивиденда, хотя цена на акции может упасть до 80 долларов за каждую или подняться до 120 долларов. Если дивиденд поднимается до 6 долларов, вы получаете прибыль 6%. Если он уменьшается до 4 долларов, прибыль составит 4% - независимо от того, что происходит с ценой самой акции.

Давайте еще раз посмотрим на график. Он показывает, что цены на акции в общем имели достаточно четкую тенденцию роста, которая хорошо прослеживается по графику. Заметным исключением является резкий спад 1932 года, последовавший за пиком 1929 года.

Не наводит ли это печальное исключение на тревожные мысли?

Пожалуй, нет. Дело в том, что характер рынка за последние годы заметно изменился по сравнению с 1929 годом. Сейчас он в большей степени является инвестиционным, нежели спекулятивным. Благодаря постановлениям

и правилам, принятым правительством и биржей, на рынке в настоящее время заметно уменьшилась спекулятивная деятельность, которая привела в свое время к невиданному краху. Конечно, время от времени некоторые виды акций, наиболее привлекательные для инвесторов, выходят на первый план. Но повышения уровня кредитования не происходит, невозможно также использование спекулятивной "бумажной" прибыли для дальнейших финансовых операций и, что важнее всего, невозможно манипулирование самим рынком.

Почему люди занимались инвестициями? Почему цены на акции росли из года в год?

Потому что американский бизнес неуклонно разрастался. И все данные говорят о том, что его рост продолжится и в дальнейшем: будут развиваться отрасли, выпускающие новую продукцию, будут появляться и расти новые рынки, с общей тенденцией к повышению цен, несмотря на происходящие время от времени спады.

Приводимые Министерством торговли США цифры валового национального продукта - общей стоимости всех произведенных в стране товаров и услуг - являются самой лучшей иллюстрацией развития и роста. В 1929 году, когда впервые был произведен расчет валового национального продукта, он оценивался в 103 миллиарда долларов в год. Во времена Великой депрессии в 1933 году, он упал до 56 миллиардов. С тех пор он постоянно возрастал, причем темпы роста были феноменальными. В 1960 году валовой национальный продукт оценивался в 504 миллиарда долларов, к 1965 году вырос до 685 миллиардов долларов, к концу семидесятых годов он возрастал со скоростью триллион долларов в год. И к концу 1981 года достиг уровня примерно трех триллионов долларов.

Вот вам один аргумент в пользу инвестирования - в этом случае вы приобретаете свою долю в американском бизнесе, но есть и еще один не менее убедительный довод.

Когда стоимость жизни возрастает, и страна переживает инфляцию, цены начинают расти. В этот период цена доллара становится меньше, и, очевидно, приходится платить большую сумму за то же количество еды, одежды, да и практически всего, включая и обычные акции, потому что они - собственность компаний, производящих эту продукцию.

Таким образом, в период инфляции деньги, инвестированные в обычные акции или в другие виды собственности, не в такой степени теряют покупательную способ-

ность, как лежащие на счетах в сберегательных банках, или вложенные в облигации, имеющие фиксированную долларовую стоимость. Никто не станет спорить с тем, что обычные акции гарантируют защиту от инфляции. Но это не было настолько очевидным в 1973-1974 годах, а также в 1981 году, когда в стране одновременно наблюдались и спад, и инфляция, одновременно снижались объемы бизнеса и цены на акции, тогда как цены на потребительские товары существенно выросли. И все-таки трудно найти более надежную гарантию от инфляции, чем обычные акции.

По этим причинам (возможность получения дохода и роста капитала, а также защита покупательной способности ваших денег) вы можете решиться на инвестирование вашего капитала в акции.

Но подождите минуту. Вы абсолютно уверены в том, что те доллары, которые вы планируете вложить в рынок ценных бумаг, вам на самом деле не понадобятся? Помните: владея акциями, даже самыми лучшими и надеж-

Глава 31

Насколько хороши обычные акции для инвестирования

НАВЕРНОЕ, наиболее убедительным доводом в пользу инвестирования денег в обычные акции являются результаты некоторых исследований, в которых приводится расчетный процент доходов от акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже (расчеты учитывают и дивиденды, и повышение цены на акции). Эти исследования проводятся с 1970 года Центром исследования тенденций изменения стоимости ценных бумаг при Школе бизнеса Чикагского университета. Этот центр продолжает свою исследовательскую работу и по сей день. Со времени основания рынка акций его данные являются самыми точными из всех.

Вот перечень основных вопросов, поставленных перед Центром: насколько удачным объектом инвестирования являются простые акции? На какой средний уровень дохода может рассчитывать инвестор, если он будет выбирать акции - из тех, что зарегистрированы на Нью-Йоркской фондовой бирже - случайным образом, не пользуясь никакими профессиональными консультациями и не изучая исследовательскую информацию? Каким будет средний уровень убытков?

Конечно, на эти вопросы можно ответить только изучив данные о рынке за много лет. Именно этим и занялся Центр. Эти исследования продолжались пять лет и стоили 250000 долларов, поскольку основные данные вводились в компьютер, и кроме того, с самого начала были установлены очень высокие требования к точности проводимого исследования.

Во-первых, специалисты Центра настояли на том, чтобы за начало исследований был принят январь 1926 года; тем самым, они хотели избежать обвинений в том, что в их расчетах не был учтен рыночный пик 1929 года или последующий крах; а также настаивали на учете сведений обо всех акциях, когда-либо зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже с 1926 года. Таким образом, расчет был основан не на выбранной по определенным критериям части акций и не на конкретной акции, а на всех без исключения акциях, и хороших, и плохих, включая и те, которые позднее были исключены из списка зарегистрированных.

Во-вторых, Центр не захотел опираться на цены за год или за полгода; исследователи настояли на учете цен, приходящихся на конец каждого месяца для каждой зарегистрированной акции. Поскольку эти цены нужно было сравнивать за весь период, это означало, что их нужно было каким-то образом подгонять друг к другу, то есть учитывать дивиденды, выплаченные по каждой акции, дробление акций, передачу активов вновь образуемым дочерним компаниям, поглощение одной компании другой или их слияние и все остальные изменения в финансовой структуре компаний. Кроме того, в компьютер вносилась информация о 150000 выплатах дивидендов.

Без сомнения, Центр имеет наиболее репрезентативную базу данных о ценах и дивидендах по акциям из всех ныне существующих.

Поскольку сбор и ввод всех данных в компьютер продолжались с начала 1958 года в течение пяти лет - первые результаты расчетов размера дохода были опубликованы только в 1963 году. В них отражалась вся история рынка до 1960 года. Но поскольку все сведения были уже занесены в память компьютера, а программы отлажены, то поддерживать исследования на современном уровне Центру стало значительно легче. В настоящее время можно получить данные о размерах доходов от обычных акций, зарегистрированных на бирже за любой период, начиная с января 1926 года и до наших дней.

Ключевая таблица, полученная в результате этих исследований, приведена ниже. Но необходимо дать некоторые пояснения. В таблице приведены данные о доходах или убытках в процентном отношении, которые инвестор имел бы в течение любого периода времени, если бы он вложил равные количества денег в каждую из акций, зарегистрированных на Большой бирже, и реинвестировал бы все полученные по ним дивиденды.

В таблице учтены комиссионные сборы, которые инвестору пришлось бы платить за приобретение акций в течение этих лет, но не приняты в расчет комиссионные сборы, которые были бы с него взысканы, если бы он в конце любого периода решил продать свой пакет акций. Не учтены также налоги, которые пришлось бы платить инвестору за полученные дивиденды, а также за любые виды прибыли от прироста капитала. Короче говоря, это история о том, что мог бы получить, занимаясь рыночной деятельностью, освобожденный от налогов индивидуум за определенные периоды времени.

Полученные результаты можно сравнить со средними процентными ставками, которые выплачиваются банками на сбережения за различные периоды, и с опубликованными данными о доходах от других видов вложений (здесь налоги также не учитываются).

Если вы хотите узнать, что получил бы гипотетический инвестор за любой конкретный промежуток времени, то вам нужно выбрать любой год из колонки таблицы, озаглавленной "**ОТ**" (FROM), и спуститься вниз до того года, который вы выбрали в качестве завершающего года инвестиций, который обозначен с левой стороны таблицы словом "**ДО**" (TO). Число, которое попадет на пересечение выбранных вами горизонтального столбца и вертикальной строки, указывает процент дохода, который инвестор получил бы, если купил все акции, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже в момент, выбранный вами в качестве начала сделки, и реинвестировал бы все получаемые дивиденды до момента, рассматриваемого как конец сделки. Поскольку его инвестиции покрывали все зарегистрированные акции, то процент дохода - это средний уровень того, что можно было бы получить от любой акции. Конечно, уровень дохода по одним акциям мог бы быть значительно выше, тогда как, купив другие акции, вы могли бы потерпеть стопроцентные убытки.

В настоящее время Центр представляет результаты расчетов в долларах, а не в процентах. Из них видно, на сколько повысился или понизился инвестированный доллар (в тысячных долях цента) в течение каждого из периодов. Долларовая разница между любой начальной и

Проценты доходов на инвестиции в обычные акции, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже с учетом реинвестирования дивидендов (величина комбинированного процента рассчитана на каждый год)

TO \ FROM	12/25	12/26	12/27	12/28	12/29	12/30	12/31	12/32	12/33	12/34	12/35	12/36	12/37	12/38	12/39	12/40
12/26	0.7															
12/27	15.8	30.0														
12/28	23.6	37.6	44.8													
12/29	8.2	9.9	0.6	-29.2												
12/30	-2.1	-3.4	-12.7	-31.4	-37.7											
12/31	-11.2	-13.3	-21.3	-36.1	-40.9	-48.1										
12/32	-10.8	-12.6	-18.8	-30.8	-32.0	-30.7	-9.7									
12/33	-2.7	-3.2	-7.5	-15.5	-11.9	-1.4	37.11	06.0								
12/34	-1.0	-1.4	-5.0	-11.1	-7.0	2.3	28.3	54.4	15.2							
12/35	2.3	2.1	-0.7	-5.6	-0.6	9.2	33.1	53.4	32.1	50.7						
12/36	4.7	4.8	2.4	-1.6	3.8	13.9	35.8	52.3	37.2	50.6	46.8					
12/37	0.7	0.3	-2.3	-6.1	-2.9	3.0	16.2	23.0	8.1	6.0	-11.7	-46.1				
12/38	2.9	2.6	0.5	-2.9	0.8	6.7	18.7	25.0	13.0	12.1	0.6	-16.2	30.8			
12/39	2.7	2.4	0.4	-2.6	0.8	5.7	15.6	20.3	10.3	8.8	0.0	-11.2	13.0	-3.1		
12/40	2.1	1.7	-0.1	-2.9	0.1	4.5	13.0	16.8	8.0	6.2	-1.3	-9.8	6.3	-4.9	-9.9	
12/41	1.5	1.0	-0.7	-3.2	-0.6	3.3	10.8	13.7	5.9	4.1	-2.2	-9.2	2.6	-5.5	-9.0	-9.9
12/42	2.2	1.9	0.4	-1.8	0.8	4.6	11.5	14.1	7.2	5.8	0.6	-4.9	6.2	0.7	1.0	7.5
12/43	3.5	3.5	2.2	0.1	2.9	6.9	13.7	16.3	10.2	9.5	5.2	0.8	12.3	9.3	12.0	22.2
12/44	4.6	4.6	3.5	1.6	4.5	8.5	15.1	17.8	12.3	11.8	8.2	4.5	15.7	13.7	17.1	26.8
12/45	6.2	6.4	5.4	3.8	6.9	11.1	17.5	20.3	15.4	15.4	12.3	9.3	20.4	19.4	23.7	33.7
12/46	5.4	5.6	4.6	3.1	5.9	9.7	15.5	17.9	13.3	12.9	10.1	7.2	16.3	15.8	17.8	24.2
12/47	5.3	5.5	4.5	3.1	5.7	9.2	14.6	16.8	12.4	12.0	9.3	6.7	14.7	13.6	15.5	20.3
12/48	5.1	5.1	4.2	2.7	5.1	8.4	13.5	15.4	11.3	10.8	8.2	5.7	12.7	11.7	13.3	17.0
12/49	5.7	5.9	4.9	3.6	5.9	9.0	13.8	15.7	11.8	11.4	9.0	6.8	13.3	12.4	13.8	17.3
12/50	6.5	6.6	5.8	4.5	6.9	10.2	15.0	16.7	12.9	12.8	10.5	8.5	14.8	14.1	15.6	19.1
12/51	6.9	7.1	6.3	5.1	7.4	10.5	15.1	16.7	13.2	13.0	10.9	9.0	14.9	14.2	15.7	18.7
12/52	7.0	7.2	6.4	5.2	7.5	10.4	14.8	16.4	13.0	12.9	10.8	9.1	14.6	13.8	15.2	18.0
12/53	6.7	6.8	6.1	4.9	7.0	9.7	13.9	15.4	12.2	12.1	10.1	8.4	13.4	12.5	13.8	16.2
12/54	8.0	8.2	7.5	6.4	8.6	11.3	15.6	17.1	14.0	14.0	12.1	10.6	15.6	14.9	16.3	18.8
12/55	8.4	8.6	8.0	6.9	9.2	11.9	16.1	17.5	14.6	14.6	12.7	11.2	16.0	15.4	16.7	19.0
12/56	8.5	8.7	8.1	7.1	9.3	11.9	15.9	17.3	14.5	14.5	12.6	11.2	15.8	15.3	16.4	18.4
12/57	7.8	8.0	7.4	6.4	8.4	10.8	14.5	15.7	13.0	13.0	11.2	9.9	14.1	13.4	14.4	16.2
12/58	8.9	9.1	8.4	7.5	9.6	12.0	15.7	16.9	14.4	14.4	12.7	11.5	15.7	15.1	16.1	18.0
12/59	9.0	9.2	8.5	7.7	9.7	12.2	15.8	16.9	14.5	14.5	12.9	11.7	15.7	15.2	16.2	17.9
12/60	8.8	9.0	8.3	7.5	9.4	11.7	15.1	16.2	14.0	14.0	12.4	11.2	14.9	14.3	15.2	16.8
12/61	9.4	9.6	9.0	8.1	10.0	12.3	15.6	16.7	14.5	14.6	13.1	11.9	15.6	15.1	16.0	17.6
12/62	8.7	8.8	8.2	7.3	9.2	11.3	14.4	15.5	13.3	13.3	11.8	10.8	14.2	13.6	14.4	15.8
12/63	9.0	9.1	8.5	7.7	9.5	11.6	14.7	15.7	13.6	13.6	12.2	11.1	14.4	13.9	14.7	16.0
12/64	9.1	9.3	8.8	7.9	9.7	11.7	14.7	15.7	13.7	13.7	12.4	11.3	14.5	14.1	14.8	16.1
12/65	9.4	9.5	9.0	8.2	10.0	12.1	15.0	16.0	14.0	14.0	12.7	11.7	14.8	14.4	15.1	16.3
12/66	8.9	9.1	8.6	7.8	9.5	11.4	14.2	15.0	13.2	13.2	11.9	10.9	13.9	13.4	14.1	15.2
12/67	9.6	9.7	9.2	8.5	10.2	12.1	14.9	15.7	13.9	14.0	12.7	11.8	14.8	14.4	15.0	16.1
12/68	9.8	10.0	9.5	8.8	10.5	12.3	15.0	15.8	14.1	14.1	12.9	12.0	14.9	14.5	15.1	16.3
12/69	9.2	9.4	8.8	8.2	9.7	11.4	13.8	14.7	13.0	13.0	11.9	11.0	13.7	13.3	13.8	14.8
12/70	9.0	9.1	8.6	8.0	9.4	11.0	13.4	14.2	12.5	12.5	11.4	10.5	13.1	12.9	13.2	14.2
12/71	9.1	9.2	8.7	8.1	9.6	11.1	13.5	14.2	12.6	12.6	11.5	10.7	13.3	13.0	13.3	14.2
12/72	9.3	9.4	9.0	8.4	9.9	11.3	13.6	14.3	12.8	12.7	11.7	10.9	13.3	12.9	13.3	14.2
12/73	8.7	8.8	8.4	7.8	9.1	10.4	12.6	13.2	11.7	11.7	10.7	9.8	12.1	11.7	12.1	12.9
12/74	8.0	8.1	7.7	7.1	8.3	9.5	11.6	12.2	10.7	10.6	9.7	8.9	11.1	10.8	11.0	11.8
12/75	8.5	8.6	8.2	7.7	9.0	10.3	12.3	12.9	11.5	11.4	10.5	9.7	11.9	11.7	11.8	12.6
12/76	9.0	9.0	8.7	8.1	9.4	10.7	12.8	13.4	12.0	11.9	11.0	10.2	12.4	12.2	12.4	13.1
12/77	9.0	9.0	8.7	8.1	9.4	10.7	12.7	13.3	11.9	11.8	11.0	10.2	12.3	12.1	12.3	13.0
12/78	9.1	9.1	8.8	8.2	9.5	10.7	12.8	13.3	12.0	11.9	11.0	10.3	12.4	12.2	12.4	13.0
12/79	9.5	9.5	9.3	8.7	10.0	11.2	13.2	13.8	12.4	12.4	11.5	10.8	12.9	12.7	12.9	13.6
12/80	9.9	9.9	9.6	9.1	10.3	11.6	13.5	14.1	12.8	12.7	11.9	11.2	13.3	13.1	13.3	14.0

TO \ FROM	12/41	12/42	12/43	12/44	12/45	12/46	12/47	12/48	12/49	12/50	12/51	12/52	12/53	12/54	12/55	12/56	12/57	12/58
12/41	30.7																	
12/42	46.7	57.0																
12/43	45.5	49.5	38.9															
12/44	51.4	55.8	50.5	60.7														
12/45	34.7	34.6	26.1	20.4	-9.5													
12/46	27.6	26.5	19.1	13.3	-4.2	0.0												
12/47	22.5	20.9	14.3	9.2	-3.4	-0.8	-3.1											
12/48	22.4	21.0	15.3	11.6	2.0	5.7	8.3	19.7										
12/49	23.6	22.6	18.1	15.1	7.9	12.6	16.7	27.2	35.8									
12/50	22.8	21.8	17.9	15.4	9.5	13.5	16.5	23.4	25.3	14.8								
12/51	21.7	20.6	17.0	14.7	9.6	13.0	15.3	19.9	19.8	17.4	8.9							
12/52	19.5	18.3	14.9	12.7	8.0	10.6	12.1	15.2	13.7	7.6	3.6	-3.1						
12/53	22.1	21.2	18.4	16.5	12.6	15.7	17.8	21.5	21.6	17.9	18.6	22.8	55.1					
12/54	22.1	21.5	19.0	17.3	13.6	16.4	18.4	21.6	21.9	18.6	19.3	22.5	37.9	20.1				
12/55	21.2	20.6	18.3	16.7	13.5	15.9	17.4	20.0	20.2	17.1	17.2	18.9	27.2	13.9	6.6			
12/56	18.6	17.8	15.5	13.9	10.8	12.6	13.7	15.6	15.0	12.7	11.4	11.5	15.0	3.9	-3.6	-13.6		
12/57	20.5	19.8	17.6	16.2	13.5	15.5	16.8	18.9	18.8	16.7	16.7	17.8	22.3	14.9	13.1	16.8	57.9	
12/58	20.2	19.5	17.4	16.1	13.6	15.5	16.8	18.8	18.8	16.8	16.8	17.8	21.5	15.4	14.0	17.1	36.0	14.4
12/59	19.0	18.2	16.1	14.9	12.5	14.2	15.4	17.0	16.7	15.0	15.0	15.6	18.1	12.8	11.2	12.7	21.9	6.4
12/60	19.6	18.9	16.9	15.8	13.5	15.2	16.3	17.8	17.6	16.2	16.2	16.9	19.3	14.9	14.1	15.9	23.7	13.7
12/61	17.6	16.9	14.9	13.8	11.6	13.0	13.9	15.1	14.7	13.2	13.0	13.2	14.9	10.8	9.6	10.3	15.2	6.4
12/62	17.7	17.0	15.2	14.2	12.0	13.5	14.7	15.4	15.1	13.7	13.4	13.7	15.3	11.6	10.5	11.4	15.8	8.8
12/63	17.7	17.1	15.4	14.4	12.4	13.7	14.4	15.6	15.3	13.9	13.8	14.1	15.7	12.3	11.3	12.2	16.3	10.5
12/64	17.9	17.4	15.7	14.8	12.9	14.4	15.1	16.2	16.0	14.6	14.6	14.9	16.6	13.5	12.6	13.5	17.7	12.7
12/65	16.7	16.2	14.6	13.7	11.8	13.1	13.8	14.7	14.5	13.2	12.9	13.2	14.6	11.6	10.7	11.3	14.8	10.2
12/66	17.6	17.2	15.6	14.7	12.9	14.2	14.9	15.9	15.7	14.5	14.4	14.8	16.4	13.7	12.8	13.6	17.2	13.3
12/67	17.7	17.3	15.8	14.9	13.2	14.5	15.2	16.2	16.0	14.9	14.9	15.3	15.8	14.3	13.7	14.5	17.9	14.4
12/68	16.1	15.6	14.1	13.3	11.7	12.7	13.3	14.2	13.9	12.8	12.7	13.0	14.1	11.6	10.8	11.5	14.0	10.7
12/69	15.3	14.8	13.3	12.6	11.0	12.0	12.5	13.2	13.0	12.0	11.8	11.9	13.0	10.7	10.0	10.3	12.5	9.4
12/70	15.4	14.8	13.5	12.7	11.2	12.2	12.7	13.5	13.2	12.2	12.1	12.3	13.3	11.1	10.5	10.8	12.9	10.1
12/71	15.3	14.8	13.5	12.8	11.4	12.4	12.8	13.6	13.3	12.4	12.2	12.4	13.3	11.3	10.6	11.0	13.0	10.3
12/72	13.9	13.3	12.1	11.5	10.1	11.0	11.3	11.9	11.7	10.8	10.4	10.5	11.3	9.3	8.5	8.7	10.3	7.7
12/73	12.6	12.1	10.8	10.2	8.9	9.6	9.8	10.4	10.0	9.0	8.7	8.7	9.4	7.4	6.6	6.7	7.9	5.4
12/74	13.5	13.0	11.8	11.2	9.8	10.6	10.8	11.4	11.2	10.2	10.0	10.1	10.8	8.9	8.3	8.4	9.8	7.5
12/75	14.0	13.5	12.3	11.7	10.5	11.3	11.6	12.2	12.0	11.0	10.9	10.9	11.6	9.9	9.4	9.6	11.0	8.9
12/76	13.9	13.4	12.2	11.6	10.5	11.2	11.5	12.1	11.9	10.9	10.8	10.8	11.5	9.9	9.4	9.6	10.9	8.9
12/77	13.9	13.4	12.3	11.7	10.6	11.3	11.6	12.2	12.0	11.1	11.0	11.0	11.6	10.1	9.6	9.8	11.1	9.2
12/78	14.4	13.9	12.9	12.3	11.2	12.0	12.3	12.8	12.7	11.8	11.8	11.8	12.4	11.0	10.6	10.8	12.1	10.3
12/79	14.8	14.4	13.3	12.8	11.8	12.5	12.8	13.4	13.2	12.4	12.4	12.4	13.1	11.7	11.3	11.6	12.8	11.2
12/80	14.0	13.6	12.5	12.0	10.9	11.6	11.9	12.4	12.2	11.5	11.4	11.4	12.1	10.8	10.4	10.6	11.8	10.7

TO \ FROM	12/59	12/60	12/61	12/62	12/63	12/64	12/65	12/66	12/67	12/68	12/69	12/70	12/71	12/72	12/73	12/74	12/75	12/76	12/77	12/78
12/59	-1.9																			
12/60	12.9	27.5																		
12/61	3.8	5.9	-13.4																	
12/62	7.4	10.4	2.0	17.6																
12/63	9.7	12.8	7.7	18.6	16.6															
12/64	12.5	15.9	12.9	22.7	23.7	28.5														
12/65	9.6	12.0	9.0	14.9	13.0	10.1	-8.2													
12/66	13.3	16.0	14.1	20.7	21.3	22.4	17.6	51.1												
12/67	14.6	17.3	15.7	21.3	22.8	23.1	20.9	48.1	28.5											
12/68	10.4	12.0	10.1	13.9	13.3	12.7	9.0	15.8	1.5	-20.1										
12/69	9.0	10.2	8.2	11.2	10.2	9.0	5.7	10.1	-0.2	-12.0	-4.5									
12/70	9.8	11.0	9.3	12.1	11.3	10.4	7.6	11.7	4.1	-2.8	6.6	16.8								
12/71	10.1	11.2	9.7	12.3	11.5	10.8	8.3	11.7	5.6	0.8	7.9	13.3	6.8							
12/72	7.4	8.2	6.7	8.6	7.6	6.3	3.7	5.6	0.3	-4.3	-0.6	-1.2	-9.9	-28.1						
12/73	5.0	5.6	4.0	5.4	4.2	2.8	0.2	1.3	-3.6	-7.9	-5.6	-7.4	-14.6	-26.0	-27.3					
12/74	7.2	7.9	6.5	8.1	7.2	6.2	4.1	5.6	1.4	-1.7	1.5	1.7	-2.1	-6.5	6.3	53.7				
12/75	8.7	9.6	8.4	10.0	9.3	8.4	6.7	8.4	4.8	2.2	6.0	7.1	5.8	3.4	16.9	48.3	40.1	0.0		
12/76	8.7	9.6	8.5	10.0	9.3	8.5	6.9	8.5	5.3	3.0	6.4	7.4	5.7	4.6	15.0	34.0	23.9	8.5		
12/77	9.0	9.8	8.8	10.2	9.6	8.9	7.5	8.9	6.0	4.0	7.2	8.2	6.9	6.1	14.8	28.7	20.5	11.7	14.0	
12/78	10.2	11.0	10.1	11.6	11.1	10.5	9.2	10.8	8.2	6.6	9.8	11.8	10.1	9.9	18.0	30.0	24.0	19.1	24.2	35
12/79	11.1	12.0	11.1	12.6	12.2	11.6	10.6	12.1	9.8	8.4	11.5	12.8	12.2	12.3	19.8	30.2	25.4	22.0	26.4	33
12/80	10.7	11.8	10.9	12.3	11.6	10.9	9.6	11.1	8.7	7.3	10.4	11.4	10.4	10.3	17.3	27.3	23.2	20.2	24.1	31

конечной датой выражена в сложном эквиваленте процента, который может быть и положительным, и отрицательным.

Вероятно, самое большое значение в таблице - 9.9% - внизу первой колонки. Это число означает, что инвестировав равные количества денег в каждую из акций Большой биржи 31 декабря 1925 года, вы получили бы к 31 декабря 1980 года, с учетом реинвестирования дивидендов доход, равный 9,9% годовых в среднем за все годы. В таблице представлены и другие интересные сведения.

(1) С января 1926 по декабрь 1980 года 91 периоду соответствует отрицательное значение дохода, другими словами, в эти периоды вы потерпели бы убытки. В течение всех остальных периодов вы имели бы прибыль. Самый долгий период, в течение которого вы терпели бы ежегодные убытки, равен 14 годам - с 1928 по 1942 год. Другими периодами, в течение которых вам пришлось бы ждать получения прибыли по шесть лет, были периоды с 1929 по 1935 и с 1936 по 1942 год. Из-за спадов на рынке 1968-1969 и 1973-1974 годов, вы получали бы прибыль только в 25 из 45 периодов с 1966 по 1975 год.

(2) Самым длительным периодом, в течение которого доход мог быть меньше 5%, был промежуток с 1928 по 1950 год. Если не учитывать кризис 1929-1932 годов, то самый долгий период, в течение которого ваш доход был бы меньше 5%, продолжался бы с 1936 по 1944 год.

(3) За последние 25 лет лишь в одном периоде (1968-1975) доход был значительно меньше 5% на протяжении более чем трех лет подряд. За эти 25 лет ни в один десятилетний период, вы не смогли бы получить прибыль, составляющую по крайней мере 10%.

(4) Если бы вы приобрели акции в 1932 году, то не было бы ни одного года, в течение которого ваша прибыль была бы меньше 10%, (в основном она оказывалась гораздо больше) вплоть до 1974 года.

В исследованиях Лори-Фишера приводятся данные о том, какой доход получал бы инвестор, если бы дивиденды по его акциям не реинвестировались, а просто накапливались, а также расчет дохода, в котором дивиденды игнорируются. Очевидно, что и в том, и в другом случаях процент дохода существенно ниже.

Второе исследование, проведенное Центром отвечало на вопрос о том, насколько часто и на какие суммы инвесторы получали бы прибыль или, соответственно, терпели бы убытки, приобретая каждую из акций, зарегистрированных на бирже с 1926 по 1960 год. Хотя результаты исследований не были получены для более поздних периодов, нет оснований считать, что, будь расчеты продолжены до настоящего времени, их результаты значительно отличались бы от результатов за более ранний период.

Центр рассчитал все возможные комбинации покупок и продаж для всех акций в течение 35-летнего периода с января 1926 по декабрь 1960 года. Предполагалось, что покупки и продажи осуществлялись в конце месяца. Для каждой акции число комбинаций составило 87000. Для всех акций, зарегистрированных на бирже, это число превысило 56 миллионов возможных сделок.

Результаты этого расчета показали следующее: если бы вы выбрали случайным образом акцию из числа зарегистрированных на Нью-Йорк-

ской фондовой бирже, затем также случайным образом выбрали бы даты покупки и продажи между январем 1926 года и декабрем 1960 года (естественно, дата покупки должна предшествовать дате продажи), то получилось бы, что имели прибыль в 78% всех возможных случаев. Средний доход, с учетом реинвестирования всех дивидендов, а также выплаты всех комиссионных сборов за покупку и продажу, составил бы в среднем за год 9.8%. При такой норме капитал удваивается примерно за семь лет, и, как показывают результаты исследований, инвестор (за редким исключением) имел шанс 50:50, что его капитал возрастет вдвое. Риск потерять 20% в год от суммы своих инвестиций составлял всего один к тридцати, тогда как рассчитывать на 20%-ную прибыль он мог в одном случае из пяти.

Эта работа выявила еще два пункта, имеющих жизненно важное значение для любого инвестора.

(1) Если инвестор вложил деньги не в одну, а в три или четыре наугад выбранные акции, то риск потерпеть убытки стал бы значительно меньше, а возможность получить прибыль, даже более существенную, намного увеличилась бы.

(2) Если обстоятельства не заставили инвестора продать свои акции в период понижения на рынке, если ему удалось продержаться в течение года или двух, то его шансы на получение прибыли, а также размеры самой прибыли, возросли бы в значительной степени.

Ценность долговременного инвестирования, умение пережить период слабости рынка, убедительно продемонстрирована в приведенной ниже таблице. Она может показаться на первый взгляд весьма сложной, но, право, стоит потратить пять минут на ее изучение.

Данные, приведенные в таблице, полученные путем изучения экономических периодов с 1926 по 1960 год, показывают, что вы могли бы получить, если бы купили выбранные наугад акции из тех, что продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже, реинвестировали все полученные по ним дивиденды и затем продали бы акции в тот же период времени или несколько позже. Цифры после десятичной точки показывают, в течение какого процента времени вы получали бы прибыль. Например, число .46 означает, что вы получали бы прибыль в продолжение 46% времени инвестирования. Числа, написанные обычным образом, и расположенные в каждой строке непосредственно под числами без целой части перед десятичной точкой, обозначают средний процент прибыли (средний процент в год за несколько лет), который вы могли бы получить. Все эти периоды имеют различную продолжительность, но каждый отвечает подъему или спаду в бизнесе, идентифицированному по данным Национального Бюро по Экономическим Исследованиям. Буква U обозначает подъем, а буква D - спад. Периоды в вертикальных колонках, обозначают приобретение, а в горизонтальных рядах - продажи.

А вот каким образом надо пользоваться таблицей. Допустим, что ваша случайным образом выбранная покупка произошла в первый период, продолжавшийся с января 1926 года по сентябрь 1926 года, а затем в тот же период времени вы продали все акции, которые купили. Ваши шансы на получение прибыли в этом случае оценивались бы всего в 46%, а средний размер вашей прибыли или убытка был бы равен минус 4.2%. Но если вы, осуществив покупку в тот же первый период, не продали бы свои акции вплоть до последнего указанного в таблице периода,

Возможности получения доходов по обычным акциям, зарегистрированным на Нью-Йоркской фондовой бирже в период с 1926 по 1960 г.

Период покупки Purchase Period		Период продажи *Sale Period*																
		Jan. 26 Sept. 26 U	Oct. 26 Oct. 27 D	Nov. 27 July 29 U	Aug. 29 Feb. 33 D	Mar. 33 Apr. 37 U	May 37 May 38 D	June 38 Jan. 45 U	Feb. 45 Sept. 45 D	Oct. 45 Oct. 48 U	Nov. 48 Sept. 49 D	Oct. 49 June 53 U	July 53 July 54 D	Aug. 54 June 57 U	July 57 Mar. 58 D	Apr. 58 Apr. 60 U	May 60 Dec. 60 D
Jan. 26–Sept. 26	U	.46	.60	.77	.37	.38	.44	.48	.72	.77	.71	.82	.84	.83	.89	.91	.90
		−4.2%	18.2%	18.2%	−8.0%	−4.8%	−1.9%	−0.5%	4.1%	4.7%	3.9%	5.4%	5.8%	7.0%	6.6%	7.5%	7.3%
Oct. 26–Oct. 27	D		.58	.59	.32	.33	.40	.45	.70	.75	.69	.79	.82	.87	.88	.91	.90
			10.0%	21.0%	−11.9%	−6.7%	−3.0%	−1.5%	3.7%	4.4%	3.5%	5.1%	5.4%	6.7%	6.3%	7.2%	7.1%
Nov. 27–July 29	U			.75	.15	.21	.27	.35	.62	.67	.62	.73	.77	.84	.85	.90	.89
				10.0%	−29.7%	−13.0%	−7.4%	−1.0%	1.9%	2.8%	2.1%	3.9%	4.3%	5.7%	5.3%	6.3%	6.2%
Aug. 29–Feb. 33	D				.13	.56	.59	.62	.84	.86	.83	.89	.90	.94	.93	.95	.95
					−45.6%	4.3%	3.9%	3.9%	8.6%	8.9%	7.3%	8.8%	8.8%	10.0%	9.4%	10.3%	10.0%
Mar. 33–Apr. 37	U					.69	.49	.55	.90	.92	.86	.93	.94	.96	.95	.97	.96
						21.0%	−0.8%	1.7%	9.0%	9.4%	6.4%	9.7%	9.4%	10.9%	10.0%	11.0%	10.6%
May 37–May 38	D						.13	.55	.93	.95	.90	.95	.96	.98	.97	.98	.98
							−59.6%	2.3%	11.6%	11.4%	8.5%	10.7%	10.5%	12.0%	10.9%	11.9%	11.4%
June 38–Jan. 45	U							.66	.98	.97	.92	.97	.97	.99	.98	.99	.99
								9.1%	24.0%	18.6%	11.5%	14.1%	13.1%	14.9%	13.1%	14.1%	13.4%
Feb. 45–Sept. 45	D								.65	.74	.60	.83	.85	.93	.92	.95	.94
									16.6%	11.1%	2.8%	9.4%	9.5%	12.3%	10.7%	12.2%	11.6%
Oct. 45–Oct. 48	U									.38	.36	.78	.83	.92	.90	.95	.94
										−7.0%	−5.2%	9.1%	9.3%	12.8%	10.7%	12.4%	11.5%
Nov. 48–Sept. 49	D										.48	.93	.92	.96	.94	.98	.96
											−1.8%	21.7%	15.1%	18.2%	14.3%	15.9%	14.4%
Oct. 49–June 53	U											.73	.68	.91	.88	.95	.92
												11.9%	7.3%	15.8%	11.4%	14.0%	12.5%
July 53–July 54	D												.70	.94	.88	.95	.93
													18.8%	24.8%	12.3%	15.6%	13.2%
Aug. 54–June 57	U													.64	.48	.79	.77
														7.6%	−0.9%	10.5%	8.6%
July 57–Mar. 58	D														.37	.88	.82
															−17.3%	25.6%	13.9%
Apr. 58–Apr. 60	U															.64	.50
																11.8%	0.2%
May 60–Dec. 60	D																.40
																	−11.0%

продолжавшегося с мая по декабрь 1960 года (последняя цифра в первой строчке таблицы), то вероятность получения прибыли увеличилась бы до 90%, а размеры средней прибыли составили бы 7.3% среднегодовых в течение 35 лет.

Чтобы увидеть, каким образом с помощью этой таблицы можно доказать разумность и выгоду от долговременных инвестиций, надо посмотреть на числа без целой части, расположенные по диагонали таблицы с верхнего левого по нижний правый угол. Эти числа покажут вам возможность получения денег, если вы продавали и покупали в течение одного и того же периода. Теперь сравните нерегулярность этих чисел с такими же числами из последней правой колонки, читая ее сверху вниз. Эти данные показывают, какая прибыль ожидалась бы, если, купив акции, вы бы хранили их и не продавали вплоть до последнего периода, приведенного в таблице. До 1954 года, все они, кроме одного, показывают вероятность выше 90%.

Таблица, приведенная в Главе 28 показывает, как выглядят эти данные, когда они сведены воедино.

Конечно, эти данные очень наглядно демонстрируют преимущества долговременного инвестирования.

Ни одно из вышеприведенных исследований не дает никаких гарантий вашего будущего успеха на ниве инвестирования. Но если вы хотите изучить прошлое, чтобы попытаться спрогнозировать будущее, значение этих таблиц вполне понятно.

Одно из очередных исследований Центра дало ответ на вопрос, каким должен быть размер инвестиционного портфеля для того, чтобы вероятность получения прибыли была близка к значениям, полученным при рассмотрении гипотетического инвестора, который владел в равном денежном выражении всеми акциями, зарегистрированными на Нью-Йоркской фондовой бирже. В исследовании рассчитывались результаты для портфелей, в которых находились случайным образом выбранные 2, 8, 16, 32 и 128 различных акций, хранившихся в течение каждого периода продолжительностью в один год на протяжении 40 лет (с 1926 по 1965 год), а также в течение восьми пятилетних периодов, четырех десятилетних и двух двадцатилетних. Исследование показало, что при восьми акциях в портфеле уровень прибыли инвестора достиг бы 94%-96% от прибыли рассмотренной выше модели. А при числе акций, равном 128, этот показатель стойко показывал 99% для всех временных интервалов. Из последнего исследования можно сделать такой вывод: если вы полагаете, что можете из всего множества акций выбрать те, которые будут вести себя лучше, чем такое же количество акций, но выбранных наугад, то можете быть уверены в том, что уровень доходов превысит среднерыночный уровень.

Поскольку при проведении этих исследований учитывались все акции, зарегистрированные на Нью-Йоркской фондовой бирже, то можно ожидать получения среднего значения прибыли, если выбрать случайным образом любую акцию. Именно по этой причине результаты этих исследований служат примером того, что называется *гипотезой о случайном отборе*. В настоящее время эти результаты служат в финансовых и академических кругах средством установления стандартного основного тарифа, с которым должен сверять результаты каждый, кто проводит подобные расчеты, исходя из своей собственной теории.

Проникновение ученых в область исследований рынка акций не дает гарантий того, что в один прекрасный день будет найден безошибочный путь к инвестиционному успеху. Но, наверное, должно пройти немало времени, прежде чем удастся убедить публику в том, что ее доверие к тем, кто регулярно рекламирует инвестиционную непогрешимость некоторых акций в финансовых разделах наших газет, не имеет под собой никаких оснований.

По этому поводу вполне уместно будет привести следующие замечания профессора Лори:

"Многие люди глубоко заблуждаются, полагая, что можно "купить богатство", веря в то, что можно приобрести такую информацию или найти такую формулу, которая поможет получить необыкновенно высокие проценты прибыли на вложенный капитал. Чтобы найти доказательства того, что я заявляю, достаточно заглянуть в любой номер периодического издания, имеющего дело с рынком акций. В них можно найти несметное количество предложений о продаже за несколько долларов секрета, как стать богатым. Должно быть совершенно ясно, что никто не может купить себе богатство за несколько долларов. Но при этом надо понимать, что абсолютно неправ тот, кто заявляет, что исследования рынка ценных бумаг не нужны или что они не могут являться основой для более разумного управления фондами.

Долгое время считалось справедливым утверждение о том, что формальные и количественные исследования не приносят особой пользы или из-за того, что им не хватало глубины, или из-за того, что они были недостаточно строгими. Было практически невозможно провести всесторонние и глубокие финансовые исследования без применения современных быстродействующих компьютеров. Строгости в исследованиях часто, или даже вернее сказать, постоянно не хватало, потому что они проводились людьми, хорошо знакомыми с положением дел на финансовых рынках, но отнюдь не с канонами научных изысканий.

В качестве доказательства недостатка строгости, которым характеризовались прежние исследования, я приведу теорию Доу-Джонса о движении цен на акции. Эта теория построена на грубых измерениях, а обычная ее формулировка настолько двусмысленна и может быть истолкована так, как это требуется ее интерпретаторам, которые часто спорят между собой.

Совершенно очевидно, что большая часть исследований, проведенных в Центре, привела к дискредитации многих предложений, высказываемых достаточно опытными людьми о том, какова будет ситуация на рынке ценных бумаг.

И для бизнесмена, и для инвестора справедливо, что лучше сознавать свою неосведомленность в некоторых вопросах, чем иметь ошибочные представления, потому что только это поможет избежать услуг всяких шарлатанов и не обращать внимания на то, что не имеет существенного значения."

НЕ существует в мире тех акций, которые вы бы хотели купить: абсолютно безопасных, по которым платят солидные дивиденды и которые будут значительно расти в цене. Существует много хороших акций, каждая из которых удовлетворяет одному из ваших требований. Но ни одна из них не соответствует всем трем одновременно.

Если от акции вы прежде всего хотите, чтобы она была безопасной, не ждите от нее сенсационного роста цены.

Если же вы хотите значительно увеличить ценность инвестиций, следует приготовиться к серьезному повышению степени риска.

Иногда можно отыскать акции, дающие возможность получения дивиденда выше среднего уровня и являющиеся или относительно безопасными, или значительно поднимающимися в цене. Но даже в этом случае вы не угонитесь за двумя зайцами сразу. И если вы получаете приличные дивиденды, то, в основном, в ущерб двум другим требованиям.

Таким образом, при решении ваших инвестиционных проблем первым шагом станет выбор одной из трех вышеперечисленных целей. Будет ли это безопасность вашего капитала? Или хороший доход от получения дивидендов? Или может быть вам больше всего понравится, если ваши акции значительно поднимутся в цене?

Когда вы начинаете сравнивать различные акции, которые могли бы наилучшим образом отвечать выбранной цели, прежде всего необходимо рассмотреть различные отрасли промышленности и их возможные перспективы. Вспомните, что в начале века одной из самых процветающих отраслей было производство вагонов.

Давайте рассмотрим, как семь разных людей при различных обстоятельствах могут подойти к решению своих инвестиционных проблем. И вы увидите, каким образом различные факторы могут повлиять на ваш выбор области инвестирования.

Мистер Адамс, двадцати четырех лет, неженатый и, как ему самому представляется, готовый и дальше наслаждаться всеми прелестями холостой жизни, хотя бы в ближайшем будущем. Получив диплом об окончании колледжа, он устроился на работу химиком-стажером в крупной компании, занимающейся производством продуктов питания. Его доход составляет 20 тысяч долларов в год. Он добился существенной экономии, разделив плату за квартиру с двумя другими жильцами. Так что он может скопить в год около 5000 долларов, сокращая свои расходы. Он начал создавать капитал, приобретя полис по обычному страхованию жизни на 20000 долларов, а также групповой полис, выпущенный его компанией, стоимостью в 50000 долларов.

Его капитал составляет примерно 10000 долларов. И, поскольку

часть для повседневных нужд . К тому же он знает, что если ему придется туго, он может рассчитывать на помощь родителей.

Желая увеличить свой капитал, он предпочитает инвестировать его в акции, имеющие хорошую перспективу роста, даже если они практически не будут приносить ему доходов в виде дивидендов.

Такой молодой человек способен пойти на значительный риск. Но, наверное, ему следовало бы бросить якорь, чтобы устоять против ветра. Женитьба может подстеречь тогда, когда он меньше всего этого ожидает.

Он может позволить себе инвестировать все свои сбережения. Из них по крайней мере 2000 вложить в инвестиционный фонд открытого типа, чтобы у него всегда был определенный запас, которым можно воспользоваться в случае необходимости. Для защиты сумму в 4000 долларов следует разделить между двумя солидными обычными акциями: они побывали во многих экономических штормах и все же по ним продолжали постоянно выплачивать дивиденды.

Одним из видов акций, пригодных для защиты, являются акции предприятий коммунального хозяйства, например, Pacific Gas & Electric или Tampa Electric. Эти коммунальные предприятия получают немалую прибыль из-за быстрого развития отрасли. Вторым объектом инвестирования могут стать акции такой компании, как General Electric. Цена этих акций может изменяться несколько больше, чем общерыночный уровень. Но все-таки, в основном, они стабильны благодаря выпуску разнообразной продукции для потребителей.

Остаток от накопленной суммы в 4000 долларов мистер Адамс может вложить в акции более спекулятивного характера, имеющие хорошие перспективы роста. Возможно, в акции какой-нибудь фармацевтической фирмы, которые в последнее время охотно покупают пожилые люди. Может быть, его заинтересуют компьютеры или электроника. Но, пожалуй, в первую очередь ему подошли бы акции химических компаний: по роду своей деятельности он должен быть хорошо знаком с новыми и перспективными исследованиями в этой области.

Что бы он ни решил покупать, для получения долговременной прибыли, ему все-таки стоит сначала внимательно ознакомиться со списком "спящих акций", а не бросаться покупать какие-нибудь сверхпопулярные акции, которые обычно продаются по ценам, многократно превышающим отношение цены к доходу. Существует большое количество солидных компаний, имеющих высокие показатели и высокий потенциал роста. Их акции могут быть вполне сравнимы по этим показателям с наиболее популярными акциями, но при этом их можно приобрести по более доступным ценам. Поиск непопулярных акций, может вполне окупить усилия, затраченные на их изучение. Учтите, что все привлекательные сегодня акции в свое время тоже не пользовались широкой популярностью.

Мистер Адамс получает в год примерно 4000 долларов, основная часть этих денег также может идти на приобретение акций, имеющих хорошие перспективы роста. Конечно, до тех пор, пока его нынешнее положение не изменится. Но ему, все же, необходимо обсудить и наметить программу систематических капиталовложений со своим брокером.

Мистер Адамс может осуществить свои планы двумя путями. Во-первых, открыть счет по программе ежемесячных капиталовложений или выбрать простой план накопления, предоставляемый многими круп-

ными банками, а также большинством солидных брокерских фирм. Тем самым он сможет направлять месячные накопления на регулярное приобретение определенных акций. Во-вторых, копить деньги и, собрав необходимую сумму, покупать дополнительно акции неполными лотами.

Рассмотрим теперь ситуацию мисс Бакстер, способной молодой женщины двадцати четырех лет. Она работает в одной из крупных компаний стажером-программистом, зарабатывая 375 долларов в неделю, примерно столько же, сколько зарабатывает мистер Адамс. Живет она одна в маленькой однокомнатной квартире и должна обеспечивать только себя. У нее нет семьи, о которой она должна заботиться, и к тому же она не может ожидать помощи от своих родителей, живущих в маленьком городке на Западе.

Будучи очень экономным человеком, она ухитряется добавлять каждый месяц некоторую сумму к небольшому наследству, оставленному ей тетушкой. В один прекрасный момент она поняла, что может класть на свой счет в банке примерно 200 долларов в месяц из своего жалованья. Короче говоря, у нее около 8000 долларов сбережений - в основном в сберегательных облигациях.

Теперь мисс Бакстер решила, что может позволить себе вложить некоторую сумму в акции. Почему? Потому что, получая проценты по облигациям, она обратила внимание на то, что может купить с каждым разом все меньше и меньше товаров, на те 100 долларов, которые ей регулярно выплачивают, и даже не столько, сколько она могла бы купить несколько лет назад на те 50 долларов, которые она вкладывала в облигации. Ей захотелось инвестировать свои деньги таким образом, чтобы их покупательная способность была бы лучше защищена, а также, чтобы она имела возможность получать на них хороший доход. А если ей повезет, она получит по своим акциям прибыль, достаточно большую, чтобы поехать в Европу, о чем она давно мечтает.

Но может случиться так, что цены на акции, включая и те, которые она купит, пойдут вниз. С такой возможностью ей также необходимо считаться. Но, к счастью, она может позволить себе пойти на разумную степень риска. Если цены на акции упадут, она, вероятно, сможет дождаться того момента, когда они вновь восстановятся - без особого риска для себя, поскольку работа приносит ей приличный заработок. Она знает, что может рассчитывать на помощь своей фирмы, если попадет в затруднительное положение, кроме того, у нее есть медицинская страховка, даже если она попадет в больницу. А для защиты в пожилом возрасте фирма имеет прекрасно продуманную пенсионную программу. И службы по социальному обеспечению окажут ей всевозможную помощь.

Какие же акции следует покупать мисс Бакстер?

Очевидно, ее выбор будет носить несколько консервативный характер. Но, может быть, она не захочет, чтобы единственным достоинством акций была их безопасность, позволяя себе пойти на то, что называется риском для бизнесмена, и подобрать такие акции, по которым можно получать достаточно высокие дивиденды.

Вероятнее всего, мисс Бакстер вложит деньги в три или четыре вида различных акций, принадлежащих к числу так называемых "голубых фишек" - лидерам в своей отрасли промышленности. Это могут быть акции Sears, Roebuck & Company, Eastman Kodak, Exxon, International Paper плюс акции какой-нибудь солидной коммунальной компании.

Кроме того, чтобы извлечь выгоду из диверсификации инвестиций, она может вложить свои деньги в один из крупных инвестиционных фондов, главной целью которых является рост стоимости. Такими фондами являются, например Massachusetts Investors Growth Stock Fund, Putnam Growth Fund или Fidelity Capital Fund. Правда, ни про один из этих фондов нельзя сказать, что он благополучно пережил недавние спады, но этого также нельзя сказать ни об одном из существующих взаимных фондов, ни в целом обо всем рынке акций. Главной инвестиционной целью мисс Бакстер является рост дохода, а точнее, постепенный долговременный рост. Чтобы осуществить эти планы, ей придется продать свои сберегательные облигации.

Что касается тех 200 долларов, которые она накапливает ежемесячно, то самым разумным было бы откладывать примерно половину на непредвиденные расходы, пока сумма не достигнет 2000 долларов. Остальные 100 долларов она может использовать для ежемесячной программы капиталовложений или открыть какой-нибудь другой счет для накопления. Между прочим, она могла бы открыть два или три счета на регулярной ротационной основе, вкладывая ежемесячно по 100 долларов то в одни, то в другие акции.

Мистеру и миссис Чандлер также приходится решать свои инвестиционные проблемы. Доход мистера Чандлера - токаря высокой квалификации на заводе, выпускающем запчасти для автомобилей - составляет примерно 35000 долларов в год. Они начинали с того, что жили на очень скромные деньги в маленьком городке в штате Огайо. Вырастили двоих детей, которым теперь исполнилось восемь и десять лет, купили дом и накопили немного денег.

На их счету в банке - около 4000 долларов. Но эта сумма начала быстро расти. В прошлом месяце мистер Чандлер был переведен на должность мастера, что означает прибавку к его еженедельному жалованью 125 долларов. Кроме того, в ближайшие два месяца они заканчивают выплаты по закладной на дом, и им не придется больше тратить по 200 долларов ежемесячно.

Благодаря этому они смогут теперь ежегодно добавлять к уже имеющимся 4000 долларам по 5000 или 6000 долларов, которые можно будет использовать для инвестирования.

А как обстоят дела с защитой семьи от непредвиденных обстоятельств? У мистера Чандлера имеется страховой полис на 20000 долларов. Он рассчитывает получить эту сумму благодаря тому, что его профсоюз решил субсидировать страховые программы своих членов. Но ему хотелось бы начать покупать акции именно сейчас: нужно сколотить небольшое состояние и финансировать обучение детей в колледже.

Такая программа имеет смысл только при грамотном управлении ею. У него нет крупной суммы, которую он мог бы инвестировать. Итак, сначала он должен быть уверен, что его деньги хорошо защищены. Вдруг случится, что кто-нибудь из детей серьезно заболеет, и придется долго оплачивать лечение в больнице?

С чего лучше начать? Местная компания по коммунальным услугам - Ohio Edison Company - наверное, не хуже других. Дивиденды, которые он будет получать по ее акциям помогут оплатить счета за электроэнергию. Эта идея показалась привлекательной мистеру и миссис Чандлер. После этой покупки можно приобрести десять акций компании, добыва-

ющей природный газ: эти акции достаточно стабильны в цене, а также перспективны, поскольку потребность в природном газе продолжает увеличиваться.

В течение некоторого времени будущие инвестиции мистера Чандлера должны быть такого же типа - акциями со стабильной ценой и перспективными. Не следует покупать никаких спекулятивных акций, вроде тех, что выпускаются компаниями по производству компьютеров или электронной техники, и оцениваются некоторыми экономистами-аналитиками как акции, имеющие перспективы быстрого роста. Лучше всего подойдут акции таких компаний, как American Can Company, которые будут повышаться в цене по мере роста населения и увеличения потребностей в продуктах питания. Или акции Federated Department Stores и General Foods.

Финансовая ситуация мистера и миссис Давенпорт еще более благополучна. Но с точки зрения инвестирования выглядит не столь благоприятно, как положение четы Чандлер. Мистер Давенпорт - служащий из числа младшего руководящего состава одного из крупных рекламных агентств - получает в год 50000 долларов. Но его уровень жизни таков, что после уплаты всех налогов, процентов по закладной на дом, оцененный в 100000 долларов, сборов за полис по страхованию жизни (стоимостью 50000 долларов) к концу года остается совсем немного - ровно столько, сколько может понадобиться на оплату счета за вызов врача в случае внезапной болезни. Все его накопления заключены в незаложенной части его собственного дома и в выплаченной стоимости полиса по страхованию жизни.

Но мистер Давенпорт только что получил вознаграждение в 20000 долларов от своей фирмы. И очень хорошо представляет, на что он должен потратить эти деньги. Он собирается купить обычные акции двух компаний, о которых недавно прочитал. Одна из них - маленькая авиационная компания, обслуживающая курорт, популярность которого растет. Другая компания, по мнению мистера Давенпорта, сумеет извлечь выгоду из решения проблемы опреснения морской воды.

Когда мистер Давенпорт высказывает свое мнение по поводу использования полученной премии, миссис Давенпорт начинает возражать. Эти планы кажутся ей слишком рискованными. Она считает, что деньги следует вложить так надежно, чтобы впоследствии обеспечить обучение в колледже двух детей.

Как же мистер и миссис Давенпорт решат эту проблему? Может быть, они вложат 5000 из имеющихся 20000 долларов в правительственные облигации на тот случай, если семье потребуется некоторая сумма на непредвиденные расходы. Что касается оставшейся суммы, то акции взаимного фонда, имеющего хорошие перспективы роста, или инвестиционного траста закрытого типа вроде Lehman Corporation или Tri-Continental Corporation могут стать счастливым компромиссом между консерватизмом миссис Давенпорт и импульсивностью мистера Давен-

типа могут быть куплены на фондовой бирже без уплаты процента за управление капиталом, и часто продаются с существенной скидкой - по цене, которая ниже, чем чистая стоимость капитала, приходящегося на один пай.

Необходимо учесть еще и то, что мистеру Давенпорту едва перевалило за сорок, и он пока новичок в инвестиционном бизнесе. Пожалуй, мистер Давенпорт получит в своей жизни еще не одну премию, а также, по мере того, как он будет делать свою карьеру, будет повышаться и его жалованье. Со временем, возможно, он станет покупать другие акции.

Мистер Эдвардс - фермер из штата Небраска, выращивает пшеницу. Последние пятнадцать лет судьба была к нему благосклонна. Он получал высокие урожаи, и ему удавалось выгодно их продавать. Он сумел расплатиться за все кредиты, предоставленные ему в свое время на приобретение фермы и сельскохозяйственного оборудования, и все это у него находится в прекрасном состоянии. Он не нуждается в страховании жизни, поскольку если с ним вдруг что-то случится, то его сыновья, в настоящее время обучающиеся в колледже, смогут принять у него ферму и неплохо прожить за счет ведения хозяйства.

У него имеется 19000 долларов дополнительного капитала. Это существенно превышает сумму, необходимую для содержания фермы. Он начинает подумывать о том, нельзя ли найти для этих денег лучшее применение. Старший сын навел его на эту мысль, когда в последний раз был дома на каникулах. Мистер Эдвардс хранит свои сбережения таким образом: 4000 долларов в сберегательных облигациях, еще 4000 в кредитно-строительном обществе, 8000 - на сберегательном счете и еще приблизительно 3000 - на текущем счете в банке. Очевидно, у него имеется гораздо больше наличных денег, чем может потребоваться. Мистеру Эдвардсу было бы вполне достаточно, если бы у него одна тысяча долларов лежала на сберегательном счете, а другая - на чековом.

Иными словами, он мог бы вложить деньги и сберегательные облигации на сумму 13000 долларов в ценные бумаги. Может, ему имело бы смысл подумать о том, чтобы продать акции кредитно-строительного общества, которые он имеет на сумму 4000 долларов и также вложить эти деньги в другие акции. В итоге получится 17000 долларов. Акции кредитно-строительного общества приносят неплохой доход. Но он мог бы получить более значительную прибыль, плюс перспективу роста, если бы инвестировал эти деньги в обычные акции. Более того, доли участия в кредитно-строительном обществе фактически представляют собой инвестиции в недвижимое имущество. Но ведь его основной капитал - ферма, также является недвижимым имуществом, и для него было бы полезно диверсифицировать свои инвестиции.

Этот человек действительно может позволить себе пойти на значительный риск. Выбранные им акции могут носить спекулятивный характер. Для него было бы вполне естественно в первую очередь вложить деньги в акции компании, производящей хорошее сельскохозяйственное оборудование, что-нибудь вроде Deere & Company. Но в них не следует вкладывать слишком большую долю из имеющихся у него 13000 долларов, поскольку, как фермерам, так и производителям оборудования иногда приходится испытывать на себе превратности судьбы.

Еще он мог бы инвестировать часть средств в акции компании наподобие General Mills, которая занимается переработкой зерна, выращен-

ного им.

Также ему можно посоветовать вложить часть денег в отрасли, не имеющие никакого отношения к фермерскому бизнесу. Может быть, это будут акции добывающих компаний, например, Weyerhauser Company, или American Natural Gas, или акции химических компаний вроде Union Carbide, Dow или Monsanto. Другими акциями, которые могли бы подойти в данной ситуации, являются акции Minnesota Mining & Manufacturing, или Procter & Gamble, или Eastman Kodak. Все эти компании работают в областях с многообещающими перспективами.

Мистер и миссис Франк - чета пенсионеров, им обоим по шестьдесят пять лет. Социальное страхование, а также небольшая сумма, которую они получают из пенсионного фонда компании, и составляют их ежемесячный доход - около 600 долларов. Их единственным достоянием является дом, свободный от закладных, находящийся в маленьком городке штата Канзас, где налоги и уровень жизни существенно ниже, чем в крупных городах. У них имеется хороший садовый участок, что позволяет им сократить расходы на питание. Они имеют сбережения на сумму около 85000 долларов, большая часть которых состоит из пожизненной ренты и полисов по страхованию жизни, в которые мистер и миссис Франк аккуратно вносили платежи в течение долгих лет.

С другой стороны, их средства ограничены, как и обязанности. Двое их детей женаты, и их будущее вполне обеспечено, как и у многих других, имеющих постоянный, но скромный доход и привычку к экономии.

Естественным желанием пожилой четы было бы сохранить то, что они имеют, то есть оставить свои деньги в сберегательном банке или инвестировать их в сберегательные облигации. Но при этом, даже если они будут получать 6% на свои деньги, то общий доход из всех источников составит только 12000 долларов в год, или чуть больше, чем 230 долларов в неделю. А во времена растущих цен и налогов, имея 230 долларов в неделю, трудно рассчитывать на шикарную жизнь - не накопишь даже на поездку в гости, или чтобы навестить детей и внуков.

Понятно, что для этой четы самым главным достоинством инвестиций является надежность, поэтому мистер и миссис Франк должны рассмотреть возможность инвестирования хотя бы части своих сбережений, например, 25000 долларов, в облигации промышленных предприятий, особенно в тот период, когда с деньгами становится туго, как это было в 1981-1982 годах. В это время можно было купить высококачественные облигации по ценам, которые дали бы доход не менее чем на 15 - 16% от зложенных денег.

Остальные свои сбережения они могли бы вложить с известной долей риска. Инвестирование в два или три растущих взаимных фонда могло бы стать для них вполне разумным и осторожным выходом. Но вполне возможны и некоторые более рискованные варианты, например, вложение денег в пять акций, доходы от которых изменяются циклически. Этим требованиям отвечают акции таких отраслей промышленности, как сталелитейная, автомобильная, целлюлозно-бумажная, производство цветных металлов и горючего. Их цены обычно изменяются согласно циклическим изменениям в развитии бизнеса, что позволяет покупать их по доступным ценам в те периоды, когда бизнес идет на спад, как это было, например, в 1981 году.

В такое время дивиденды могут быть уменьшены, и для вкладчиков

наступят нелегкие времена. Но что, если им все-таки придется продать акции на 1500 или 2000 долларов в тяжелый период, чтобы свести концы с концами? В их возрасте они могут себе позволить израсходовать часть своего капитала, не подвергаясь риску, если их к тому вынуждают обстоятельства. Но представьте себе прибыль, которую они могут получить. Дивиденды в размере 10, 12 или даже 14% не казались сверхъестественными для циклических акций в 1981 году. И, что более важно, были основания считать, что через несколько лет на эти акции можно будет получить существенную прибыль от прироста капитала, если произвести тщательный анализ качества акций и перспектив их роста.

Имея в виду такие возможности получения дохода, мистер и миссис Франк решили, что они вполне могут рискнуть значительной частью своего капитала.

Наконец, давайте рассмотрим финансовое положение миссис Гордон, пятидесятисемилетней вдовы преуспевавшего врача. Ее основной капитал состоит из фамильного дома и полиса по страхованию жизни на 230000 долларов. Правда, доктор оставил некоторое количество акций. Но оказалось, что их стоимость наличными деньгами составляла всего лишь 20000 долларов, поскольку, как и большинство медицинских работников, не имевших отношения к бизнесу и времени на его углубленное изучение, доктор Гордон покупал только самые спекулятивные из ценных бумаг, например, акции Canadian Oil, компании по строительству пластиковых аэропланов и некоторые привилегированные акции, которые выглядели весьма привлекательно благодаря высокому проценту накопленных дивидендов,- тех дивидендов, которые компания задолжала вкладчикам и, к несчастью, так никогда и не смогла выплатить.

Миссис Гордон была против того, чтобы ее капитал был разбросан таким образом. Она хотела бы иметь возможность жить на свои инвестированные средства, но при этом оставить основную сумму нетронутой, чтобы передать ее по наследству трем детям, которые уже и сами достигли определенных успехов.

Миссис Гордон начала свои расчеты с вопроса, который должен задать себе любой инвестор в такой ситуации: "Какой доход я должна иметь, чтобы прожить на него?" Она предполагала, что для поддержания привычного ей уровня жизни необходимо около 25000 долларов в год. Это означает, что она должна получать от своего капитала, составляющего 250000 долларов, ежегодный доход в размере 10%.

Было время, когда инвесторы вроде миссис Гордон должны были вкладывать деньги в обычные акции, чтобы получать 10%-ный доход от своего капитала. Так, в начале пятидесятых годов она получала бы всего лишь 3% по правительственным облигациям и около 4% по облигациям промышленных предприятий, или по высококачественным привилегированным акциям. Но благодаря подорожанию, происходившему тогда на рынке, ей бы не составило большого труда найти высококачественные акции, по которым можно было бы получать доход в размере 10%, или даже более того, если учитывать при этом как дивиденды, так и доходы от прироста капитала, получаемые вкладчиком.

Конечно, в начале восьмидесятых ситуация изменилась. Чтобы получать свои 10% прибыли, миссис Гордон пришлось бы вложить свои деньги в высококачественные облигации промышленных предприятий и спокойно получать проценты.

Но это не смогло бы в полной мере удовлетворить такую женщину, как миссис Гордон. И к тому же тогда невозможно было бы защитить ее капитал от обесценивания в результате продолжающейся в течение всей ее жизни инфляции. Может быть, в соответствии с этим, 25000 долларов в год не смогли бы дать ей возможность поддерживать прежний уровень жизни. Вероятнее всего, ей необходимо с одной стороны учитывать гарантированный доход, а с другой - держать в голове долговременное увеличение стоимости своих инвестиций.

Поэтому для нее имело бы смысл разделить капитал, то есть имеющиеся 250000 долларов, и вложить одну половину суммы в облигации промышленных предприятий, а другую - в высококачественные акции, по которым можно было бы получать значительные и регулярные дивиденды и которые имели бы перспективы долговременного роста.

Наверное, акции, которые выбрала бы миссис Гордон, в большинстве своем, представляли бы промышленные акции типа так называемых "голубых фишек", по которым обычно выплачиваются приличные дивиденды в течение длительного времени. Таким образом, она смогла бы частично компенсировать некоторые непредвиденные расходы, на которые время от времени ей приходится идти. А для поддержания прежнего уровня жизни ей необходим лишь доход в 10%.

Лишь 493 акции, из всех зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже, могли бы похвастаться тем, что дивиденды по ним выплачивались ежеквартально, без пропусков, в течение, по меньшей мере, 25-ти лет. Они, в большинстве своем, могут быть классифицированы как "самые наинадежнейшие из надежных", поскольку их выпускают компании, у которых или нет облигаций и привилегированных акций, или их очень мало. Таким образом, все, или практически все, доходы идут на выплату дивидендов по обычным акциям. Это имеет большое значение, когда наступает неблагоприятный момент для бизнеса. Такие акции, как J.C.Penney, American Can, Borden, Eastman Kodak, General Electric, American Brands, Scott Paper и Proctor & Gamble могут вполне удовлетворить любого инвестора, имеющего те же цели при вложении денег, что и миссис Гордон. Миссис Гордон следует также придерживаться такого правила: она не должна инвестировать более 20% капитала в акции компаний одной отрасли промышленности, или более 10% капитала в акции одной компании.

Ни одна из программ, намеченных в общих чертах для этих семи инвесторов, не может вписаться в вашу конкретную ситуацию. Но рассмотрение их проблем, а также путей их решения может послужить примером трезвого расчета, который требуется от инвестора, прежде чем он решит окончательно, в какие именно акции и облигации он должен инвестировать свой капитал, чтобы наилучшим образом решить свои конкретные финансовые проблемы. Необходимо всегда помнить, что не существует ценных бумаг, являющихся универсальным средством решения любых инвестиционных задач, то есть таких, которые идеально вписывались бы в любой портфель акций. Каждый человек должен сам выработать пути своего финансового спасения.

Вот почему самый лучший совет из всех, которые когда-либо были даны начинающим инвесторам, звучит так: "Исследуй, прежде чем инвестировать." А начинать это исследование необходимо со своего финансового положения.

Глава 33

Когда следует продавать акции

ДО сих пор мы говорили исключительно о покупке акций, или об инвестировании денег в акции. И хотя можно найти убедительные доводы в пользу того, чтобы по мере возможности инвестировать, это вовсе не означает, что было бы разумно всегда помещать свой капитал в одни и те же ценные бумаги.

Наша жизнь движется благодаря изменениям. А изменения в сфере инвестирования могут коренным образом повлиять и влияют на ценность инвестированных средств.

Разумный инвестор всегда предусматривает два вида изменений: изменения собственной финансовой ситуации и изменения инвестиционных возможностей.

Очевидно, что инвестиционная программа, подходящая для молодого человека, не связанного обязательствами перед семьей, становится неприемлемой для него, если он женится. Инвестиционные программы в этот неблагоприятный в финансовом отношении период жизни, несравнимы с теми, которые проводятся инвестором тогда, когда его дети уже закончили школу. В это время инвестор находится в пике накопления и всерьез подумывает о том, чтобы создать некоторое состояние до ухода на пенсию.

Вообще-то человеку свойственно задумываться позднее, чем надо бы. Изменения в финансовом положении отдельного человека чаще всего происходят настолько постепенно и незаметно, что он редко осознает необходимость того, чтобы сесть и со всей серьезностью оценить ситуацию: в каком состоянии находятся его дела в настоящий момент и как они пойдут дальше. Большинство из нас предпочитают просто плыть по течению.

Эти замечания особенно верны, когда речь идет об инвестициях. Большинство людей испытывает странную иррациональную привязанность к тем акциям и облигациям, в которые вложены их деньги. Не будет

преувеличением сказать, что инвесторы словно женятся на своих акциях, по крайней мере, они говорят о них своим приятелям с такой гордостью, как не говорят ни о чем другом.

Приобретя однажды акции какой-либо компании, человек чувствует себя в какой-то степени обязанным поговорить о них с другими людьми - рекламировать свое приобретение, чтобы эти акции покупали. Так он пытается получить подтверждение правильности своего выбора. При таких обстоятельствах он рассматривает продажу акций чуть ли не как предательство.

Есть и еще одна сугубо психологическая причина, по которой инвесторы не любят продавать свои ценные бумаги. Зачастую решение о первоначальной покупке, когда из нескольких акций приходится выбирать одну, связано с такой эмоциональной нагрузкой, что покупателю не хочется вновь испытывать ее, а хочется поскорее забыть об отрицательных эмоциях, связанных с покупкой акций. Ему вовсе не улыбается перспектива вновь мучиться над оценкой всех положительных и отрицательных качеств нескольких акций и выбирать одну из них.

Тем не менее, из-за неумолимого течения событий, стоимость приобретенных ценных бумаг постоянно меняется: то, что было удачной покупкой год назад, в этом году может быть не менее выгодно продано.

Каждый инвестор должен вменить себе в обязанность объективно оценивать состояние своих вложений, настолько объективно, насколько это возможно. И делать это, по крайней мере, один раз в год. Приступая к этой работе, и оценивая каждую акцию в своем списке, он должен задать себе один простой вопрос: "Будь у меня деньги, купил бы я эту акцию по нынешним ценам?"

Если на этот вопрос он дает отрицательный ответ, т.е. если у него имеются акции, покупка которых в данный момент не вызывает у него никакого энтузиазма, то ему следует подумать об их продаже, даже если это грозит убытками.

Если вам не хочется решать этот вопрос самостоятельно, вы можете воспользоваться помощью брокера. Предоставив необходимую информацию, вы можете обратиться

к нему с просьбой дать вам несколько рекомендаций для решения проблемы, если не хотите сами раз в год пересматривать всю свою инвестиционную программу (что мы вам настоятельно рекомендуем делать). Брокеры привыкли к таким просьбам и, в общем, стараются добросовестно выполнять эти поручения. Они прекрасно понимают, что если рекомендации по изменению инвестиционных программ давать только для того, чтобы выжать из клиентов побольше комиссионных, то они, наверняка, потеряют клиентов.

Конечно, есть инвесторы, получающие удовольствие от рассмотрения изменившейся стоимости своих ценных бумаг. Было бы неплохо, если бы и все остальные испытывали удовлетворение от этого занятия. Обычно таковыми являются инвесторы, внимательно изучающие все годовые и квартальные отчеты компаний, акциями которых они владеют. Они скрупулезно сравнивают результаты текущего года с результатами, достигнутыми компанией в более ранние годы, а также сравнивают деятельность данной компании с другими.

Хотя только высококвалифицированный экономист-аналитик способен сделать безошибочные выводы из отчета компании, тем не менее, существует несколько показателей, проверив которые, любой инвестор может легко определить, нет ли тревожных симптомов, указывающих на то, что пора переключаться на приобретение других акций.

Если уменьшаются дивиденды, выплачиваемые по данным акциям, то это может вызвать тревогу даже у неискушенного инвестора. Но данные о дивидендах не так важны в оценке акций, как доходы компании. Если компания получает все меньше и меньше прибыли, то инвестор вправе знать, почему так происходит. Иногда это случается по вполне обоснованным причинам. Руководство компании могло вложить крупную сумму в разработку и производство новой продукции, которая пока еще не вышла на рынок, или начать осуществление программы по расширению производства. Такие решения существенно влияют на доходы за текущий год, но они же служат гарантией увеличения прибыли в будущем.

К тому же, бывают времена, когда бизнес в целом или отдельные его отрасли переживают определенные трудности. Исходя из этого, анализ результатов деятельности компании всегда нужно проводить сравнивая ее с другой. Сами по себе низкие показатели доходов по вашим акциям не могут служить основанием для переключения на покупку акций других компаний из тех отраслей промышленности, где дела идут не лучше.

Любое уменьшение дивидендов или сокращение доходов, конечно же, надлежащим образом обосновано в ежегодном отчете компании. Хотя понятно, что ее руководство попытается преподнести эти неприятные факты наиболее благоприятным образом, эти разъяснения, вероятнее всего, заслуживают доверия, поскольку ежегодные отчеты тщательно изучаются квалифицированными экономистами-аналитиками в брокерских конторах и финансовых учреждениях, разбросанных по всей стране.

Данные о соотношении между ценами на акции и доходами, можно найти в таблицах, публикуемых в газетах, выходящих в крупных городах, а также они могут быть легко рассчитаны на основании отчетов компаний. Эти данные служат более надежной мерой инвестиционной ценности акций, чем просто сумма дохода на одну акцию. По этому соотношению также можно судить, как другие инвесторы относятся к конкретной акции. Представьте себе, что в прошлом году ваши акции продавались по цене, в пятнадцать раз превышающей доходы, а в этом году по цене всего в десять раз превышающей их. Такое уменьшение отношения цены к доходу отражает серьезное понижение уверенности инвесторов в вашей компании. В таком случае необходимо проверить это соотношение и для других акций. Может случиться так, что рынок в целом находится под сильным давлением большого количества акций, выпущенных для продажи. Тогда отношение цен на акции к доходам характеризуется общим понижением.

Падение отношения цены к доходу - серьезный сигнал о неблагополучном положении акции, побуждающий к гораздо более интенсивному изучению другой информации, приводимой в ежегодном отчете. Вы можете, на-

пример, взглянув на отчет о прибылях и убытках, увидеть, каков показатель объема продаж. Не упал ли он до тревожного уровня? А каковы эксплуатационные затраты? Не слишком ли они выросли? Не было ли значительного оттока прибыли - не был ли чистый объем продаж меньше эксплуатационных затрат? Каков коэффициент прибыльности (отношение чистой прибыли к чистой выручке), по сравнению с данными за прошлые годы, а также по сравнению с коэффициентом прибыльности других компаний из той же отрасли?

Далее, вы должны изучить некоторые ключевые показатели, приведенные в балансовом отчете компании. Конечно, прежде всего, ваше внимание привлекут данные об оборотных фондах и о краткосрочных обязательствах. Вы прежде всего захотите увидеть, не произошло ли серьезного ухудшения в финансовом положении компании, то есть не уменьшились ли запасы наличных денег и вклады в правительственные облигации. Вы можете быть также озабочены чрезмерным увеличением дебиторов по расчетам - долгами, причитающимися вашей компании, или слишком большим увеличением товарно-материальных запасов. Избыток готовой продукции на складах опасен, поскольку резкое падение цены может причинить вам серьезный ущерб. Кроме того это свидетельствует о неудачах в сфере реализации. Но с другой стороны, значительное увеличение запасов сырья на складах можно рассматривать более оптимистично. Поскольку мы живем во время постоянного роста цен, то увеличение сырьевых запасов может свидетельствовать о том, что руководство вашей компании решило запастись сырьем, пока на него были низкие цены. Иными словами, ваша компания надеется, что ее продукция в будущем будет пользоваться хорошим спросом.

Что же касается краткосрочных обязательств, то здесь наиболее важны *кредитные статьи баланса*, поскольку они представляют собой данные о задолженностях вашей компании за сырье и его доставку, страхование и прочее.

Еще более важным, чем общая сумма оборотного капитала или общая сумма краткосрочных обязательств, может оказаться отношение этих двух величин. Многие

экономисты-аналитики считают, что сумма оборотного капитала должна вдвое превышать сумму краткосрочных обязательств. Но это очень приближенно, поскольку в таких областях, как железнодорожный транспорт, где товарно-материальные запасы - не главная проблема, а данные о дебиторах по расчетам могут быть легко собраны, допустимо и более низкое отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам. С другой стороны, в таких отраслях промышленности, как, например, химическая или производство табака, более естественными являются отношения этих величин, равные трем к одному или даже четырем к одному.

Разница между оборотным капиталом компании и краткосрочными обязательствами (то есть между текущими активами и пассивами) составляет ее чистый оборотный капитал, то есть наличные денежные средства для текущей деятельности. Это источник жизни бизнеса. Любое серьезное сокращение оборотного капитала в течение ряда лет, является плохим признаком для инвестора и заставляет его серьезно задуматься над тем, не пора ли продавать акции этой компании.

Для инвестора самой важной величиной в балансовом отчете компании является акционерный или собственный капитал. Обычно эти показатели приводятся в расчете на одну акцию. Инвестор всегда хочет, чтобы ее значение возрастало, так как в течение некоторого времени оно будет определять не только чистый капитал предприятия (реальный основной капитал плюс оборотный и минус обязательства), но и ту цену, которую инвестор может получить за акцию.

Акционерный капитал состоит из трех компонентов: (1) *основной акционерный капитал* - представляет собой объявленную стоимость акций компании, в момент их первого выпуска, и может совпадать, а может и не совпадать с их паритетом; (2) *избыток капитала* - сумма сверх объявленной цены, которую компания могла получить при первоначальной продаже выпуска акций; (3) *накопленные удержанные доходы, или накопленная нераспределенная прибыль* - количество денег, накопленных компанией в течение долгих лет, за вычетом выплат

по дивидендам.

Даже если инвестор и затратит какое-то время и усилия на изучение хотя бы нескольких ключевых факторов (что, бесспорно, делать необходимо), то он все-равно не сможет быть достаточно уверенным в том, следует ему продавать или покупать акции. Чаще всего это происходит потому, что данные за любой год наполняются реальным значением только после сравнения их с аналогичными данными за прошлые годы или с данными других компаний той же отрасли.

Наконец, самый важный вопрос. Насколько хорошо осуществляется руководство компанией? В любом годовом отчете компании инвестор может найти на него только косвенный ответ.

Изучая финансовые отчеты компании, инвестор может обратиться за советом и помощью к своему брокеру. Конечно, он может рассчитывать, в пределах разумного, на подробные и определенные ответы на свои вопросы, на надежные сведения, основываясь на которых он самостоятельно решит, стоит ему покупать, продавать или хранить акции.

Брокеров часто обвиняют в том, что стремясь получать большие комиссионные вознаграждения, они подталкивают своих клиентов чаще "переключаться" с одной акции на другую. На самом деле, большинство из них не советуют своим клиентам продавать акции, опасаясь, как бы их не обвинили в "сбивании масла". А клиент, предоставленный сам себе и обязанный сам принимать решения, бездействует, глядя на пассивность брокера. Он предпочитает годами хранить старые акции, не принимая в расчет свои собственные интересы. Исследование, проведенное несколько лет назад Нью-Йоркской фондовой биржей, показало, что треть всех держателей акций никогда не продавали их. Они просто покупали их и хранили.

Такое пассивное отношение к инвестициям отражается на величине, характеризующей *скорость оборота* акций на Нью-Йоркской фондовой бирже. Скорость оборота - это процент всех акций, зарегистрированных на фондовой бирже, которые продаются и покупаются в течение какого-либо года.

С 1915 по 1920 год скорость оборота составляла 117%. В 1920 - 1925 годах она упала до 70%, достигнув пикового значения - 132% - в 1928 году. Начиная с этого года преобладала стойкая тенденция к ее снижению. Минимальное значение - 9% - было достигнуто в 1942 году. Тогда же началось возрождение интереса к торговле акциями, хотя с 1950 по 1960 год средний уровень скорости оборота не превышал 15%. В 1962 году произошел еще один спад - до 12%, но затем торговля вновь оживилась, и скорость оборота поднялось до 16% в 1965 году, после чего неуклонно возрастала, достигнув 24% в 1968 году. Снижение цен на акции и сокращение объемов продаж в 1974 году сыграли свою роль: скорость оборота вновь упала до 16%, а поднялась - до 33% - только к 1981 году. Конечно, количество акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже с течением времени постоянно растет, так что эти цифры не дают точного представления о действительном положении дел и даже могут ввести в заблуждение. По мере того, как количество зарегистрированных акций увеличивается, торговая активность, отраженная в процентах от общего количества зарегистрированных акции, в общем-то и должна снижаться.

Что касается действительного объема торговли, то только в 1963 году количество проданных акций превысило уровень 1929 года, когда из рук в руки перешло 1 миллиард 124 миллиона 800 тысяч акций. В 1981 был достигнут абсолютный максимум за все время существования рынка, составивший 11 миллиардов 850 миллионов акций.

Политика ничегонеделания, присущая многим владельцам акций, вне всякого сомнения объясняется их нежеланием платить налоги на доходы от прироста капитала. Но это самый неубедительный довод из тех, которыми оправдывают нежелание продавать акции.

Никто не собирается утверждать, что надо только "продавать...продавать...продавать". Тем не менее, если вам кажется, что вы можете улучшить свои инвестиционные позиции, то смешно катиться по накатанной колее, успокаивая себя тем, что лучше терпеть убытки из-за инфляции и приучаться к жесткой экономии, чем потерять хотя бы часть своих денег из-за собственной ошибки.

На рынке акций распоряжения о продаже должны покрывать все распоряжения о покупке. И это необходимо запомнить. Но есть и еще один момент: может быть, человек, продающий акции из числа имеющихся и у вас, проделал свою "домашнюю работу" чуть-чуть более добросовестно, чем тот, кто покупает те же акции. У него могут быть более веские основания для того, чтобы их продать, чем у того, кто хочет их купить или же хранить.

Глава 34

Фольклор биржевого рынка

САМЫМ дешевым товаром в мире является совет того, кто не имеет права давать такие советы.

Большинство тех, кто в жизни не держал в руках акций, воображают себя знатоками рынка. По любому поводу они готовы - даже жаждут - дать консультацию. А если у них есть акции, то вам не придется даже задавать вопросов: они сами расскажут, что покупать, а что продавать, о положении на рынке в ближайшее время. И вы вряд ли сможете их остановить.

Чем больше человек знает о рынке, тем меньше он доверяет прогнозам. Старик Д.П.Морган - умнейший и опытнейший, когда его спрашивают о рынке, всегда отвечает: "Он будет колебаться". И не потому, что слишком осторожничает. Он знает, что это единственная правда, из всего, что может быть сказано о рынке.

Тем не менее, за прошедшие годы кое-какие обобщения относительно рынка и инвестиций превратились в своего рода евангелие для вкладчиков. На самом же деле эти доморощенные аксиомы - не более, чем фольклор. Как и в любом фольклоре, в каждом из этих правил есть как элемент правды, так и элемент неправды.

Например, существует правило: "*Покупай их и откладывай в сторону*".

Этот совет был бы весьма кстати, если бы касался покупки акций компании General Motors на сумму в 1000 долларов в 1923 году. К концу 1981 года стоимость этих акций достигла бы почти 30000 долларов, да к тому же вы получили бы по ним более 70000 долларов дивидендов. Если бы вам повезло, и вы продали бы свои акции General Motors до бензинового кризиса и даже до спада 1973-1974 годов, вам удалось бы получить за них более 100000 долларов, но с тех пор акции General Motors упали на 50 пунктов.

В начале двадцатых годов все говорили вовсе не о General Motors, а об автомобильной компании Stutz, интерес к акциям которой был огромен. И вы вполне могли бы вложить ваши 1000 долларов в эти акции. А каков бы оказался результат? Потеряли бы все деньги и не получили никаких дивидендов.

Конечно, в этом правиле есть некоторый смысл. Если вы беспокоитесь по поводу любого изменения цен на один или два пункта и стараетесь покупать или продавать при каждом колебании, то большие расходы на уплату комиссионных сборов - неизбежны. И в конце концов вы получите гораздо меньшую прибыль, чем если бы "купили акции и отложили их в сторону".

Но все-таки есть резоны помнить о том, что ценные бумаги - скоропортящийся товар. Со временем их ценность непременно меняется. Отмирают те или иные отрасли промышленности, а их место занимают другие. Компании процветают и разоряются. Мудрый инвестор скрупулезно "взвешивает" имеющиеся у него ценные бумаги, по крайней мере, раз в год. Но еще лучше попросить своего брокера присоединиться к этой работе.

"*Вы никогда не разоритесь, получая прибыль*". Очевидно, это так. Но вместе с тем, вы можете и серьезно пострадать.

Представьте, что вы вложили 50 долларов в Sears, Roebuck в 1906 году. К 1940 году купленные акции могли бы стоить 1276 долларов. Прекрасная прибыль, и вы решили получить ее.

Но представьте и другое, сколько бы вы потеряли, если бы продали их. К 1956 году акции, приобретенные на те же 50 долларов, оценивались бы уже более чем в 4300 долларов, а к концу 1981 года стоили бы почти 12000 долларов.

Рассмотрим другой показательный пример. В 1914 году вы могли бы купить 100 акций компании International Business Machines за 2750 долларов, а через одиннадцать лет - продать их за 6364 доллара. Конечно, вы не разорились бы, получив почти 250% прибыли.

Но, если бы вы продали акции IBM в 1925 году, то вашу прибыль нельзя было бы считать значительной. И вот

почему: к концу 1981 года из-за многочисленных дроблений ваши первоначальные 100 акций превратились бы в 291192 с рыночной стоимостью уже в 17 миллионов долларов. А несколькими годами раньше, когда акции IBM продавались по 365 долларов за каждую, вы могли бы продать свой пакет этих акций за 26 миллионов 571 тысячу 270 долларов. Антитрестовская деятельность правительства (до января 1982 года), которая к тому же совпала с периодом спада, уменьшила бы эту сумму более чем наполовину в последующие два года.

И, конечно же, приятнее чувствовать прибыль, в кармане, чем на бумаге.

"*Покупай, когда другие продают. Продавай, когда они покупают*". Этот ловкий трюк может оказаться успешным, если знать как его использовать.

Очевидно, что вы не заработаете, если пойдете против тенденций развития рынка. Как, например, обстояли бы ваши дела, если бы вы продавали акции во время всех - начиная с 1950 года - повышений на рынке?

Все дело в том, чтобы предвосхитить действия остальных: покупать еще до того, как это начнут делать другие и продавать, также опережая всех. Именно эту уловку пытаются использовать в различных планах инвестирования по формуле, привязывая свои операции по продаже и покупке акций к снижениям и повышениям на рынке.

Другие вкладчики, не применяющие сложных научных методов, стараются продать, когда цена максимальна, и купить, когда она падает до минимума. Но как точно узнать, когда рыночная цена достигнет дна? И как глубоко находится это дно?

Ошибка в этом случае недопустима. Любой, кто пытается заниматься этим тонким и искусным делом, "играет на рынке" в прямом смысле этого слова. Спекулирует, а не инвестирует.

"*Не продавайте акции, когда услышите о готовящейся забастовке*". В этом старом правиле есть доля истины. В наше время о такого рода затруднениях в любой крупной компании или отрасли промышленности мгновенно сообщают газеты. Следовательно, рынок делает поправку

на возможность забастовки еще в то время, когда она только назревает. Акция уже уменьшится в цене еще до забастовки, и в результате, когда о ней станет известно, цена акций может даже несколько подняться.

К тому же многие считают, что забастовки наносят не слишком сильный удар по долговременной прибыли компании. Они считают, что когда идет забастовка, спрос на продукцию компании как бы "откладывается". Как только забастовка заканчивается, для компании могут наступить времена, лучшие прежних.

Но в этих рассуждениях желаемое выдается за действительное. В конце концов, забастовки чаще всего заканчиваются, как только руководство компании соглашается повысить заработную плату. В конце концов, если компания не может удовлетворить спрос покупателей на выпускаемую ею продукцию, за нее это сделают конкуренты.

"*Не засиживайтесь на рынке*". Прекрасный совет. Но как узнать, когда следует продавать, чтобы получить прибыль, то есть делать то, ради чего вы и стали заниматься бизнесом?

Иногда можно судить об этом по основным показателям, с помощью которых оценивается производство, распределение и потребление товаров. Случается, что не они определяют рыночную ситуацию. Иногда бизнес идёт неплохо, а на рынке акций наблюдается торможение. Иногда справедливо обратное.

Но тем не менее, если в бизнесе наблюдается спад, а рынок акций стремится к повышению, то рано или поздно, цены на акции пойдут вниз в соответствии с ситуацией на производстве.

"*Старайтесь быстро пресекать свои потери*". Никто не хочет, чтобы его капитал уменьшался в размерах из-за резкого падения цены на акции, когда компания находится на пути к банкротству. Так случилось с компанией Chrysler в 1981 году, хотя до этого ее акции высоко котировались на рынке. Но в то же время не следует панически распродавать акции при малейшем уменьшении цены, которое возможно не имеет никакого отношения к их реальной ценности.

Необходимо помнить, что в любое время цена на ак-

ции отражает колебания спроса и предложения на конкретную акцию, мнения и отношения к ней всех покупателей и продавцов. Если характер акции таков, что большинство владельцев предпочитают хранить ее, если количество таких акций, активно обращающихся на рынке ограничено, если один из владельцев решит продать значительный блок акций потому, что ему вдруг понадобились наличные деньги, цена на них может значительно упасть. Но это не означает, что из-за этого сиюминутного понижения цены акция потеряла свою привлекательность.

В любой день торговля на рынке определяется небольшим числом покупающих и продающих, по сравнению с огромным общим количеством держателей акций. На фондовой бирже в течение одного торгового дня может быть продано и куплено 60 миллионов акций, что составляет всего 0.5-1% всех акций, зарегистрированных на бирже. 99.5% акций, нераспроданных в течение торгового дня остаются у своих владельцев, имеющих на то свои причины - реальные или кажущиеся.

Есть такое достаточно верное наблюдение относительно не очень опытных инвесторов. Они почему-то изо всех сил стараются продавать акции, если можно извлечь прибыль, но не выпускают из рук тех акций, по которым несут убытки, надеясь, что ситуация изменится и цены на них повысятся.

"*Инвестор - это разочаровавшийся спекулянт*". В этом достаточном циничном замечании есть доля истины. Любой покупатель акций, надеется , даже не признаваясь в этом самому себе, в скором времени извлечь из этой покупки хорошую прибыль. А потом, во время спада на рынке, он стремясь скрыть свое разочарование, изо всех сил убеждает всех подряд и, в первую очередь, самого себя, в том, что он и не мечтал о получении сказочных прибылей, а лишь вкладывал капитал, исходя из того, что акции показались ему достаточно ценными.

Это особенно справедливо относительно тех, кто приобретает акции неполными лотами - они долго раздумывают и решаются на покупку в тот самый момент, когда цены успевают взлететь достаточно высоко.

Некоторые биржевые игроки рассчитывают свои действия, наблюдая за соотношением покупок и продаж с неполными лотами. Когда это соотношение увеличивается, возрастает количество покупок с неполными лотами, и это служит для спекулянтов знаком того, что на рынке ожидается тенденция к повышению.

Но в конце концов именно мелкий инвестор оказывается тем человеком, который смеется последним. Потому что уже в течение пятидесяти лет на рынке в основном наблюдается устойчивое стремление к повышению. Покупающие акции в неполных лотах, обычно предпочитают лидирующие на рынке 100 акций, объем продажи которых составляет до двух третей от всего объема торговли на фондовой бирже. Именно поэтому за длительные промежутки времени мелкие инвесторы получают неплохую прибыль.

И все- таки, многие крупнейшие рыночные спекулянты, например, Дэниэл Дрю, умерли в нищете.

"*Бык может делать деньги. Медведь может делать деньги. Но свинья никогда ничего не получит*".

Это правило не следует забывать.

Людей на рынок приводит жажда денег. Можно называть это честолюбием или жадностью, но именно она является основным побудительным мотивом всей системы бизнеса, включая и рынок акций.

Но алчность опасна. Это машина без тормозов. Один раз вы можете сорвать банк. Радуйтесь. Вам очень повезло. Но не надейтесь на удачу каждый раз.

Если у вас есть хорошие акции, приносящие ощутимый доход, и надежда на благоприятное развитие событий, делайте ставку на них, держите их. Не ждите сверхприбылей. И забудьте о вашем знакомом, хвастающемся своими успехами. Возможно, он позволит себе рисковать больше, чем вы.

Короче говоря, если вы считаете себя инвестором, то и действуйте как инвестор.

Глава 35

Кто владеет акциями

ЕСЛИ бы Уолл Стрит не существовала, ее надо было бы выдумать. Именно это и сделали наши предки. Но зачем нужна Уолл Стрит?

Дело в том, что в нашей экономике капитал, как и труд, должен быть свободен в выборе. Если у вас есть кое-какие "лишние" доллары, то наше общество дает вам возможность решать, куда вы хотите вложить свои деньги с тем, чтобы их количество увеличилось.

Это право осталось бы пустым звуком при отсутствии возможности перемещать свои капиталы из одного предприятия в другое, аналогично смене места работы. Эту возможность обеспечивает Уолл Стрит - рынок денег.

За последние тридцать лет роль Уолл Стрит в нашей экономике все более возрастала. Именно она предоставила миллионам людей возможность вкладывать свои деньги в развитие американского бизнеса. Это оказалось выгодно и для них, и для бизнеса, и для страны в целом.

Было время, когда только очень зажиточные люди могли позволить себе иметь акции и облигации, но те времена давно прошли. К тому же, сейчас не так много по-настоящему богатых людей, как было раньше. Смерть и налоги сделали свое дело.

Чтобы бизнес мог развиваться, ему необходим постоянный приток денег. Значит, кто-то должен прийти на смену умершим богатым людям. Это может сделать только человек, имеющий скромные средства. Но не один, а тысяча таких мелких инвесторов, каждый из которых способен вложить в бизнес 1000 долларов с тем, чтобы совокупный капитал составил 1 миллион долларов (в прошлые годы эту сумму мог вложить в бизнес один богатый инвестор). А завтра потребуются уже многие тысячи инвесторов, потому что бизнес нуждается во все более значительном притоке инвестиционного капитала, необхо-

димом ему для строительства новых заводов и обновления устаревшего оборудования. С начала века и до конца второй мировой войны в строительство и приобретение оборудования было вложено 218 миллиардов долларов. Но за последующие десять лет развитие промышленности шло такими быстрыми темпами, что для него потребовалось уже 232 миллиарда долларов, больше, чем за предыдущие 46 лет. И сейчас промышленность нуждается в постоянном увеличении притока инвестиций, направляемых на строительство новых заводов и закупку оборудования. К началу восьмидесятых годов эти затраты ежегодно превышали 100 миллиардов долларов.

И именно Уолл Стрит с ее многочисленными филиалами по всей стране, несут основную долю ответственности за пополнение рядов инвесторов, предоставляющих свой капитал для дальнейшего роста и развития бизнеса.

На Уолл Стрит очень серьезно относятся к своим обязанностям. Ежегодно миллионы долларов вкладываются в выпуск бесчисленных буклетов, брошюр и обзоров, содержащих самую разнообразную информацию о ценных бумагах. Используются все средства массовой информации: газеты, журналы, телевидение, радио и даже доски для объявлений. Для распространения знаний об акциях и облигациях также привлекаются разнообразные предприятия торговли, универсальные магазины, профсоюзы и женские клубы. История биржи даже была многократно экранизирована, и эти фильмы можно смотреть бесплатно.

Насколько успешными были усилия биржи по просвещению инвесторов? Способствовали ли они увеличению их заинтересованности в том, чтобы вкладывать свои деньги в бизнес?

Эти попытки оказались более успешными, чем вы думаете, но менее успешными, чем должны были быть.

До июня 1952 года никто на Уолл Стрит не знал, насколько эффективна эта работа. Пока при Нью-Йоркской фондовой бирже не был создан Brookings Institution, ни один человек в Америке не мог точно ответить на вопрос о количестве владельцев акций в стране. Компания American Telephone & Telegraph утверждала, что на ее

счету числилось тогда 1 миллион 200 тысяч владельцев акций. Тридцать других крупнейших компаний насчитывали по 50 тысяч акционеров и даже больше. Но точно сказать, сколько раз одни и те же лица повторялись в списках акционеров компаний, не мог никто, также как и назвать общее количество владельцев акций всех компаний.

В отчете Brookings Institution, опубликованном в 1952 году, сообщалось, что общее число владельцев акций было равно 6490000, что составляло менее 4% населения и чуть больше, чем 10%, семей в стране. Эти данные были весьма разочаровывающими. Но утешительным для Уолл Стрит в них был тот факт, что примерно одна пятая часть всех владельцев акций получила этот статус в течение последних трех лет.

Четыре года спустя после этого исследования Нью-Йоркская фондовая биржа привлекла компанию Alfred Politz Research, Incorporated к выполнению работы по новой регистрации всех владельцев акций. В отчете компании указывалось, что число владельцев акций частных корпораций составило 8630000 человек - на 33% больше, чем четыре года назад.

С тех пор Нью-Йоркская фондовая биржа проводила подобные переписи владельцев акций примерно раз в четыре или пять лет, и каждый отчет до предпоследнего, опубликованного в 1975 году, свидетельствовал об устойчивом росте числа владельцев акций. В 1970 году фондовая биржа сообщила о том, что общее количество индивидуальных владельцев акций превысило 30-миллионный рубеж. В 1972 году был получен результат 32500000. Но перепись 1975 года показала сокращение количества акционеров на 18.3% - до 25200000 человек. Но в 1981 году численность владельцев акций была восстановлена и даже увеличилась до 32260000 человек.

Какие же основные выводы можно сделать из этих исследований?

Средний возраст типичного американского владельца акций - 46 лет. По результатам переписи за 1965-1970 годы акционеров-мужчин было больше, чем женщин, затем, согласно данным за 1970-1975 годы, положение из-

менилось, но к 1981 году в бизнесе вновь оказалось больше мужчин. Согласно исследованиям, проведенным в тот период, мужчины владели 52.9% всех акций, а женщины - 47.3%. Средний возраст акционеров уменьшился на 7 лет, что свидетельствовало об увеличении числа молодых людей, выходящих на рынок.

В отчете за 1981 год также было указано, что стоимость среднего портфеля акций составляла 5450 долларов, против 10000 долларов в 1975 году. В 1981 году по числу владельцев акций Нью-Йорк опередил Чикаго.

Средний инвестор - это или профессиональный рабочий, или технический работник, закончивший, по крайней мере, 4 класса колледжа и имеющий семейный доход в пределах 29000 долларов в год, что на 60% выше среднего уровня по стране (17700 долларов). В 1975 году средний доход владельца акций составлял 19000 долларов, а средний уровень дохода по стране - 11800 долларов (процентное соотношение этих величин практически не изменилось).

Несмотря на увеличение числа акционеров (согласно данным переписи 1981 года), вопрос, стоящий перед Уолл Стрит на протяжении вот уже четверти века, пока остается открытым.

Почему люди, не испытывающие недостатка в средствах, не хотят покупать акции?

Почему владельцы акций составляют всего четверть от общего количества семей в стране, хотя 64% из них имеют сберегательные банковские счета, 62% владеют собственными домами и более трех четвертей покупают полисы по страхованию жизни?

Короче говоря, почему многие люди не хотят становиться инвесторами?

Ответ короток и прост. Миллионы людей просто ничего не знают ни об акциях, ни об облигациях. А люди всегда склонны опасаться неизвестного.

Являясь самой богатой нацией в мире, стержнем современного капитализма, в финансовом отношении мы отнюдь не самая просвещенная нация.

Безусловно, неведение является главным препятствием для инвестирования. Но необходимо отметить еще

один немаловажный фактор. Добиться успехов в инвестировании не так -то просто. Для этого нужно обдумывать свои инвестиционные проблемы и приходить к логичным умозаключениям. У вас должно быть желание изучать всевозможные доступные сведения о самых разных ценных бумагах. Кроме того, нужно контролировать акцию как до, так и после того, как она вами куплена.

Конечно, все это отнюдь не просто. Но для этого не требуется никаких сверхъестественных способностей, кроме тех, какими обладает каждый из нас. В противном случае не было бы истории Николаса Д. Харвалиса. Вы можете не помнить ее, хотя она обошла все газеты после его смерти в 1950 году. Харвалис был необразованным иммигрантом, который всю свою жизнь проработал в ресторанах. Его жалованье никогда не превышало 125 долларов в месяц, но, тем не менее, он сумел скопить состояние в 160000 долларов.

Если верить рассказу его адвоката, Макса Д. Фромкина из штата Омаха, этого удалось добиться следующим образом:

Fromkin & Fromkin
Keeling Building
Omaha 2, Nebraska
13 февраля 1951 года

Я расскажу вам историю Николаса Д. Харвалиса, проживавшего в Омахе, штат Небраска, который скончался 31 декабря 1950 года, вскоре после закрытия рынка в этом году.

Мы с Николасом дружили 25 лет, и все это время я был его поверенным и адвокатом.

В пятнадцатилетнем возрасте Николас приехал в Америку из Греции. У него не было ни образования, ни денег, поэтому он сразу устроился на работу в качестве официанта. Всю жизнь он проработал в кафе и ресторанах, хозяевами которых были его земляки. Жалованья едва хватало, чтобы обеспечить сносные условия существования.

Экономя и отказывая себе во многом, он старался накопить денег для инвестирования, чтобы обеспечить финансовую независимость в пожилом возрасте. Все свое свободное время он проводил за чтением книг и газет по финансовым вопросам. Также он часами просиживал в публичных библиотеках, изучая историю и философию.

18 мая 1927 года Николас получил американское гражданство. Будучи оптимистом, он твердо верил в те возможности, которые предоставляют простым людям Соединенные Штаты Америки, а также в то, что самый большой доход от инвестиций можно получить, вкладывая деньги в обычные акции надежных компаний.

В 1937 году он начинает регулярно приобретать обычные акции, первоначально вкладывая деньги в следующие компании: National Distillers, Laclede Gas, General Motors, S.S. Kresge, Atlantic Refining, International Nickel, J.C. Penney, General Electric. Купив по несколько акций каждой из них, он время от времени добавлял к ним вновь приобретенные акции.

Он вел строгий учет всех своих сделок, включая получение дивидендов. Все дивиденды, очень скромные поначалу, он собирал и реинвестировал в те самые акции, по которым они были получены.

Николас подписался на Wall Street Journal и внимательно прочитывал все номера от корки до корки. Кстати говоря, после его смерти, единственным предметом, обнаруженным в его комнате помимо самых скромных домашних принадлежностей, была аккуратная пачка номеров Wall Street Journal за последние два года.

В 1943 году, почувствовав, что рынок находится на пике повышения, он стал продавать акции с целью получения долговременной прибыли, а позднее он вновь начал покупать акции.

В 1943 году жалованье, которое он получал как официант и помощник аптекаря, составляло 1602.00 доллара в год, а доход по дивидендам от обычных акций был равен 1825.00 долларов в год.

В 1944 году доходы от зарплаты составили 1525.00 долларов, а дивиденды выросли до 2285.00 долларов. В тот же год он получил прибыль от продажи акций на сумму 2600.00 долларов.

В 1945 году зарплата осталась на прежнем уровне, но дивиденды по акциям достигли 2785.60 долларов. Долговременная прибыль в тот год составила 7713.84 долларов.

В 1946 году дивиденды уменьшились до 1506.24 долларов, но доходы от продажи акций были очень существенными.

В 1947 году он получил дивиденды на сумму 2191.24 долларов.

В 1948 году они выросли до 10562.98 долларов, а в 1949 году составили 7081.24 долларов.

В 1950 году он получил 10095.50 долларов в качестве дивидендов по своим обычным акциям.

Все эти годы он получал жалованье, как помощник аптекаря, на сумму, не превышающую 1600 долларов в год.

Он умер 31 декабря 1950 года, будучи владельцем следующих обычных акций:

1370 акций Cities Service common
200 акций Boeing common
300 акций Rock Island common
100 акций General Electric common
200 акций American Wank Note common
40 акций Hearst Consolidated Publication 7% - привилегированных акций
200 акций Great Nothern Iron Ore.

К моменту его смерти вышеуказанные акции имели приблизительную стоимость 160000 долларов.

Николас Д. Харвалис вел строжайший учет всех сделок, которые когда-либо осуществлял, и принимал к сведению все сообщения своего брокера о каждой из них. Кроме того, он очень следил за своей отчетностью и аккуратно платил налоги. Он был очень горд и выплачивал

правительству налоги до последнего цента за то, что ему предоставили гражданство и за все возможности, которыми он пользовался. Я хорошо знал его, поскольку был его поверенным. Он был человеком вежливым, с мягкими манерами, очень учтивым. Часто спрашивал совета по поводу вложений и всегда был очень осмотрительным, упоминая в беседах только высококачественные акции с высокими дивидендами.

Николас накопил эту огромную сумму денег благодаря тому, что ограничивал себя во всем. Он завещал все состояние своим 11 братьям и сестрам, проживающим в Греции. Без сомнения, они будут распоряжаться этим значительным наследством более свободно и менее разумно, чем человек, который накопил его.

Ваш Макс Фромкин

Можно рассказать также историю Сэма Гамильтона, который сначала работал мойщиком посуды в торговом представительстве, а затем дворником на Тихоокеанской фондовой бирже. Приемы, благодаря которым этому человеку к восьмидесяти годам удалось накопить 300000 долларов, останутся неизвестными, но, если верить представителю торговой миссии Life Line, упомянутому в его завещании, мистер Гамильтон отыскивал информацию в грудах мусора, подметая переулки, прилегающие к фондовой бирже.

Немногие из нас согласились бы пойти на такие жертвы, как мистер Харвалис или мистер Гамильтон, даже чтобы достичь таких результатов. Но многие из нас согласились хотя бы на часть их успеха, который возможен не благодаря слепой удаче, "конфиденциальной информации" и спекуляциям, а только благодаря осторожному и

Глава 36

Обзоры акций

ИСПОЛЬЗУЯ мощные современные компьютеры, исследовательские фирмы, работающие на Уолл Стрит, могут одновременно изучать все акции, в которые можно вложить деньги, и отбирать те из них, что отвечают определенному набору строгих статистических критериев. В настоящее время появились программы, позволяющие из тысяч акций с неплохими характеристиками для инвестирования выбирать всего несколько их видов, отвечающих определенным наборам требований одновременно.

Такие компьютерные выборки акций можно получить в любом из исследовательских отделов, работающих при брокерских фирмах. Также они регулярно публикуются в основных финансовых обзорах и журналах, включая такие, как Outlook, издаваемый фирмой Standard & Poor, Investment Survey, выпускаемый фирмой Value Line, а также в колонках Statistical Spotlight, публикуемых Forbes. Средний инвестор оценит их преимущества, поскольку они помогут ему сузить круг потенциально возможных объектов инвестирования, а также определить, какие именно критерии важны для него при приобретении определенного вида акций.

Ниже дается подборка основных компьютерных обзоров, предлагавшихся вниманию клиентов в январе 1982 года. Мы приводим их для того, чтобы вы получили хотя бы приблизительное представление об их работе и огромных потенциальных возможностях в сфере статистического анализа.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 1: NYSE. Компании, дивиденды которых ежегодно в течение десяти последних лет возрастали, и текущий доход которых составлял более 10%.

Компьютер просматривает данные, касающиеся всех акций, зарегистрированных на Нью-Йоркской фондовой бирже. Сначала он отмечает те компании, которые в каждом новом году выплачивали дивиденды выше, чем в прошедшем. Таких было 162. Из них он выбирает те, по которым текущий доход превышал 10%. Их было 24. Такое направление по-

исков предназначено для инвесторов, которые выше всего ставят регулярность доходов а также некоторую уверенность в том, что выплаты по дивидендам и в будущем будут ежегодно возрастать, тогда как реальный доход уменьшается из-за постоянного обесценивания доллара.

Программу можно подобрать таким образом, чтобы выбрать те компании, доход которых поднялся на определенный процент за последние десять лет, или те акции, движение цены которых не отражает повышения дивидендов, или акции с низким отношением цены к доходу и так далее. Преимуществом компьютерного поиска акций является также и то, что дополнительные критерии отбора могут вводиться в программу независимо, до тех пор, пока не останутся только те акции, которые наилучшим образом удовлетворяют все нужды и желания инвестора. Результаты компьютерного поиска #1 приведены ниже. (Здесь: I - акции, II - текущий доход(%), III - рост за 10 лет(%))

I	II	III
Stock	*Current Yield (%)*	*Percentage Increase in 10 Years*
Allegheny Power System	13.5	54
Atlantic City Electric	11.8	50
Cleveland Electric Illuminating	13.5	42
Connecticut Natural Gas	12.2	77
Florida Power and Light	10.5	176
Hawaii Electric	11.4	93
Household International	11.0	98
Houston Industries	12.0	140
Idaho Power	12.0	52
Kansas Gas and Electric	14.1	42
Long Island Lighting	13.9	39
Louisville Gas and Electric	12.3	27
Middle South Utilities	12.8	56
Minnesota Gas	10.8	47
Montana Dakota Utilities	11.1	108
Nevada Power	11.6	258
Niagara Mohawk Power	13.7	46
Public Service Indiana	12.4	78
Rochester Gas and Electric	12.6	100
South Carolina Electric and Gas	12.1	33
Southwestern Public Service	11.5	97
Utah Power and Light	12.2	124
Washington Water Power	12.9	66
Wisconsin Public Service	10.9	66

Располагая данными об этих 24 компаниях - лидерах по выплате дивидендов, инвестор может сделать окончательный выбор: вложить ли деньги в акции с более значительным текущим доходом (Kansas Gas & Electric, Long Island Lighting, Niagara Mohawk Power) или в акции, дивиденды по которым возрастают с максимальной скоростью (Nevada

Power, Florida Power & Light, Houston Industries). Теперь он может заняться тщательным изучением компаний, подобранных для него компьютером, и убедиться, отвечают ли они другим инвестиционным критериям, узнать их объективное финансовое положение и определить, нет ли каких-нибудь причин, по которым ему не хотелось бы приобретать эти акции, несмотря на их популярность на рынке. В приведенном примере почти все компании являются предприятиями коммунального обслуживания. А в начале восьмидесятых такие предприятия нуждались в значительном притоке средств для продолжения своей деятельности и находились под сильным давлением из-за значительного возрастания ставок процентов на взятые ими кредиты. Это замечание служит ответом на вопрос инвестора, почему изучение акций никогда не должно ограничиваться компьютерным поиском. Поиск должен рассматриваться как первый шаг, как средство, позволяющее провести первоначальный процесс отбора, который должен всегда иметь своим продолжением интенсивное и глубокое изучение компаний, отобранных компьютером.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 2. Компании, дивиденды которых в течение будущего года будут на 100% освобождены от подоходного налога, взимаемого федеральным правительством.

В этом случае компьютер отбирает те акции, дивиденды по которым превышают доходы, с которых, по данным IRS, выплачены налоги. Эта разница представляет собой капитал, не подлежащий обложению федеральным подоходным налогом. Важно помнить, что инвесторы должны использовать часть дивиденда, являющуюся возвратным капиталом, для сокращения издержек на акции. Если они продают акции, то возрастает их доход от прироста капитала или уменьшаются убытки. Также необходимо помнить, что поскольку дивиденды, выплачиваемые данной компанией, выше, чем получаемый ею доход, то ни сумму дивидендов, ни, в ряде случаев, само финансовое положение компании нельзя считать достаточно устойчивым.

Компании, содержащиеся в компьютерном поиске #2: American Family, Apache Petroleum, Boston Edison, Fairchild Industries, Forest Oil Corp., Mesa Petroleum, General Dynamics, Green Mountain Power, Grumman Corp., National Student Marketing, Ohio Edison, Pennsylvania Power and Light, Public Service Company of New Hampshire, Rockower Brothers, Rouse Company, San Juan Racing Association, U.S. Industries Liquidating Trust, Universal Marion.

В дальнейшем можно воспользоваться программой, которая выдаст информацию о том, какие из этих компаний в течение длительного времени выплачивали дивиденды, свободные от налогов; какие из них получат в обозримом будущем хорошую прибыль, которая позволит компенсировать расходы на дивиденды; и какие из них вообще могут принести серьезный доход. (По многим акциям компаний, перечисленных выше, выплачивается доход в размере 10% или даже выше.)

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 3. Акции, которые продаются со скидкой не менее 80% от их чистой ликвидационной стоимости.

American International (продается со скидкой 51% от чистой ликвидационной стоимости), Superscope Inc. (53%), Bobbie Brooks Inc. (54%), Craig Corp. (64%), Sterchi Brothers Stores (69%), Barber-Greene (70%), Facet Enterprises (71%), Dynamics Corporation of America (74%), Aileen Inc. (75%), Vista Resources (78%), Gordon Jewelry (78%) - акции, теку-

щая стоимость которых на фондовой бирже не составляет даже четырех пятых от их реальной стоимости, которую можно вычислить исходя из чистого оборотного капитала, равного разнице между текущими активами и пассивами, включая долговременные долги и выпуск привилегированных акций. Теоретически приобретение таких акций дает инвестору возможность купить долларовый капитал за цену от 51 до 78 центов.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 4. Акции, имеющие текущее отношение цены к доходу меньше трех.

Pan American World Airways (1.2 p.e.- price-earnings ratio), Atlas Corp. (2.1 p.e.), Mesta Machine (2.3 p.e.), Allied Supermarkets (2.4 p.e.), U.S. Steel(2.4 p.e.), Filmways Inc. (2.5 p. e.), L.T.V. Corp. (2.6 p.e.), L.F.E. Corp. (2.9 p.e.), Republic Steel (2.9 p.e.) - акции, для каждой из которых текущая цена относится к текущей сумме дохода как 3:1 или меньше. При прочих равных условиях, эти акции продаются по ценам, выгодным для покупателей, относительно дохода, полученного по ним за предыдущий год.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 5. Акции, по которым общая сумма ежегодного дохода составляет, по крайней мере, 63% от их текущей цены.

Armada Corp. (суммарный годовой доход составляет 93% от текущей стоимости акций), A.V.X. Corp. (71%), Millipore Corp. (69%), International Harvester (67%), Robintech Inc. (66%), Benguet Corp. (66%), Atlas Consolidated "B" (65%), Tubos De Acero (64%), American Quasar Petroleum (63%), Specira Physics (63%), Sunshine Mining (63%), K.D.T. Industries (63%), Ranger Oil (63%). Для этого компьютерного поиска годовой доход компании определен как текущий доход, плюс его рост, плюс увеличение цены, происходящее в результате изменения тенденции отношения цены к доходу. Итак, здесь названы тринадцать компаний, акции которых продаются по ценам, очень близким к размерам дохода, который они приносят ежегодно на вложенный капитал.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 6. Акции, выпуски которых имеют максимальную рыночную стоимость.

American Telephone & Telegraph (общая рыночная стоимость всех выпущенных акций 44.53 миллиарда долларов), IBM (33.50 миллиарда долларов), Exxon Corp. (26.03 миллиарда долларов), Schlumberger (14.18 миллиарда долларов), Standard Oil of Indiana (13.40 миллиарда долларов), Standard Oil of California (12.79 миллиарда долларов), General Electric (12.70 миллиарда долларов), Shell Oil (11.28 миллиарда долларов), Eastman Kodak (11.26 миллиарда долларов), General Motors (11.25 миллиарда долларов).

В начале 1982 года 102 американские корпорации имели акций по крайней мере на 2 миллиарда долларов. Список этих компаний, расположенных в порядке уменьшения общей рыночной стоимости их акций, будет особенно интересен людям, придающим большое значение положению, которое их акции занимают в мировой экономике, или способности акций противостоять экономическим потрясениям, которые переносятся ими легче ввиду их большого количества.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 7. Акции компаний, скорость роста которых за последние 10 лет составляла более 30% , а планируемая скорость роста на ближайшие 5 лет составит 18%.

Wall-Mart Stores (средний рост за последние 10 лет составил 39%), Fremont General "A" (37%), Tymshare Inc, (36%), Texas Oil and Gas

(34%), Ranger Oil (34%), Church's Fried Chicken (33%), Dome Petroleum (33%), First Mississippi (33%), Natomas Company (33%), Valley Industries (33%), Humanna Inc. (32%), Lennar Corp. (32%), Petro-Lewis (32%), Waste Management Inc. (32%), Mary Kay Kosmetics (31%), National Data Corp. (31%), Sigmor Corp. (31%), Western Company of North America (30%).

Конечно, то, что компания быстро росла в прошлом, не является гарантией сохранения прежних темпов развития в будущем. Но это хорошая точка отсчета. А тот факт, что компании удалось добиться таких впечатляющих результатов роста без видимого негативного влияния на ее финансовую структуру, изначально означает положительное отношение инвесторов к ней по сравнению с теми компаниями, которые не смогли добиться таких показателей роста. А если вы в процессе поиска еще проанализируете отношение цены акций к их доходам, то сможете выявить те акции, рост которых еще не был в должной мере оценен на рынке.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 8. Акции, имеющие за последние 5 лет доход на капитал выше 20%, и расположенные согласно сумме дохода на одну акцию.

Tandy Corporation (40%), Texas Pacific Land Trust (39%), Intermedics Inc. (37%), Commodore International (32%), Criton Corp. (30%), Teledyne Inc. (28%), Fremont General "A" (28%), Rolm Corp. (27%), Savin Corp. (27%), Brooks Fashion (26%). Это список компаний, имеющих самую высокую производительность, с указанием доли капитала, которую компания собирается инвестировать в будущем.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 9. Акции компаний, которые получили за последние пять лет доход в три раза превышающий потребность предприятия на строительство и выплату дивидендов.

Lin Broadcasting (поток денежной наличности в 6.34 раза превышает потребности компании), Shapell Industries (5.64), Commerce Clearing House (5.01), Presley Construction (4.13), Teledyne Inc. (4.04), U.S. Home Corp.(4.02), Columbia Pictures (3.99), Pulte Nome(3.67), Standard Pacific (3.58), Capital Cities Communication (3.56), Kaufman and Broad (3.46), Loews Corp. (3.26), General Housewares (3.06), Premier Industrial Corp. (3.04).

Пожалуй, этот параметр, отражающий превышение доходов компании над ее расходами, является самым лучшим показателем общей эффективности ее работы.

КОМПЬЮТЕРНЫЙ ПОИСК 10. Акции компаний, не имеющих долгосрочных долговых обязательств, получивших за последние годы 15% дохода по акциям и имеющих отношение цены акции к доходу меньше шести.

American Filtrona Corp., Falconbridge Copper, O'Sullivan, Page Airways, Sturm, Ruger and Co., Tri-Chem, United Keno Hill Mines, Wham-O Manufacturing.

Это список компаний, которые никому ничего не должны, зарабатывают много денег, но в то же время цена их акций еще не взвинчена, потому что их преимущества перед другими акциями пока не оценены по достоинству.

Список различных возможных компьютерных поисков акций можно продолжить. Он может быть ограничен только количеством различных статистических переменных величин, которые возможно ввести в компьютер. А их существует огромное множество и они оказывают такое разнообразное влияние на постоянно изменяющиеся вкусы и потребности индивидуальных инвесторов, что число различных комбинаций величин практически безгранично. Компьютерный поиск вы можете провести со своим брокером или почерпнуть сведения о нем из различных источников. А сравнивая показатели акций компаний одной отрасли, вы резко сузите круг выбираемых для инвестирования акций до нескольких видов. Именно они и будут в полной мере удовлетворять всем вашим финансовым требованиям.

Глава 37

Альтернативные области для инвестиций

В первых шести изданиях этой книги мы ограничивались рассмотрением самых основных областей инвестирования: акций, облигаций, взаимных фондов и опционов. Мы поступали так не только потому, что именно эти виды инвестирования являются главными орудиями из арсенала Уолл Стрит, но еще и потому, что это самые доступные для инвестора области: они предоставляют ему самые проверенные возможности участия в настоящем и будущем росте могущества Америки.

Мы и сейчас убеждены в том, что обычные акции являются самым надежным долгосрочным инвестиционным орудием среднего американца. Они действительно представляют собой "доли участия" в громадном накопленном богатстве и в блестящих перспективах делового сообщества страны. И сейчас, может быть, более, чем когда бы то ни было, они воплощают в себе и сегодняшнюю реальность, и надежду на будущее. Было бы нереалистично и неразумно сбрасывать акции со счетов при рассмотрении современного рынка. 30 июня 1976 года, в день, когда шестое издание этой книги было подписано в печать, индустриальный индекс Доу-Джонса был равен 1002.76. Когда в феврале 1982 года готовилось седьмое издание, он упал до 833.80. За 5-летний период, в течение которого цены на любые товары и услуги возросли как минимум в два раза, средний уровень цены на акции, измеренный с помощью самых разных популярных индексов, снизился на 15-20%. Американские компании, находящиеся в акционерной собственности, получают самые высокие в истории прибыли, выплачивают самые высокие в истории дивиденды, и их перспективы и на внутреннем, и на международном рынке никогда не выглядели лучше. Тем не менее, цены на акции снижаются. Но это положение не может сохраняться слишком долго. Мы верим в то, что

благоразумные инвесторы, которые подтверждают свое доверие, продолжая покупать их и сейчас, получат в будущем более высокие прибыли, чем участники любой другой инвестиционной области. Это случится, когда соотношение ценности акций и их цены восстановится и станет таким, каким оно должно быть, что всегда раньше и происходило.

Тем не менее, поскольку цены на американские акции и облигации сохранялись на очень низком уровне в течение семидесятых и начала восьмидесятых годов, поскольку уровень инфляции оставался очень высоким и поскольку профессионалы в инвестиционной области, включая многие брокерские фирмы, были очень изобретательны в разработке новых инструментов инвестирования, пригодных для все более усложняющейся финансовой обстановки, то теперь инвестору приходится ориентироваться в постоянно растущей и все более усложняющейся сфере альтернативного вложения денег. Большинство продуктов, предлагаемых в этих вновь возникающих инвестиционных областях, можно приобрести через своего брокера, работающего с акциями. А о том, что нельзя приобрести с его помощью, он может дать подробную информацию. Ниже приведены краткие сведения об альтернативных объектах инвестирования, объяснено, каким образом средний инвестор может приобретать каждый из них и даны некоторые рекомендации относительно литературы для более глубокого изучения этих объектов.

Срочные (фьючерсные) сделки с товарами

Покупка срочных контрактов очень похожа на приобретение опционов на покупку акций. Когда вы покупаете срочный контракт, вы приобретаете право покупки определенного количества конкретного товара по оговоренной цене в течение указанного периода времени. Например, вы можете приобрести право на покупку 5000 бушелей пшеницы по 4.30 доллара за бушель в любое время в течение шести месяцев. Когда цены в основном повышаются, что в наше время происходит постоянно, то чем дольше срок опциона, то есть чем дольше сохраняется возможность купить товар по определенной цене, тем дороже будет стоить ваш опцион. Принципиальным различием между срочными контрактами и опционами на покупку акций является то, что при покупке срочного контракта покупатель не требует доставки товара, приобретенного им. О покупке срочных контрактов не существует единого мнения.

Сейчас можно приобрести срочный контракт на покупку более тридцати наименований товаров широкого потребления, включая соевые бо-

бы, какао, апельсиновый сок, крупный рогатый скот, и другие продукты питания; серебро, золото, платину, медь и другие металлы; лес, хлопок, топливо и другие промышленные продукты; йены, франки, фунты и другие виды иностранной валюты; казначейские векселя, облигации и другие инструменты рынка. Сейчас можно купить контракт на будущий курс процентной ставки и средний уровень котировки популярных акций. Но торговля срочными контрактами, надо признать, предназначена в основном только для спекулянтов. Девяносто процентов людей, занимающихся торговлей срочными контрактами, теряют на этом деньги. И общая сумма потерь в шесть раз превосходит общую сумму прибыли. Даже самые удачливые торговцы срочными контрактами терпят убытки чаще, чем получают прибыль. Им удается выжить только благодаря их умению немедленно отсекать потери, пока они еще невысоки, и в то же время способствовать росту прибылей.

Покупка срочных контрактов привлекательна тем, что теоретически возможно получить ошеломляющие прибыли, вложив в дело небольшую сумму наличных денег. Обычно на покупку по срочному контракту товаров широкого потребления требуется вложить всего 5% или 10% от рыночной стоимости товара. За нереализованный баланс не взимаются платежи процентов. И комиссионные сборы относительно низки. Таким образом, если цена на товар возрастает на 10% до того, как истекает срок контракта, то сумма денег, вложенных инвестором в покупку контракта, удваивается или даже увеличивается еще значительнее.

Самым разумным решением для среднего инвестора, который хочет принять участие в торговле срочными контрактами, будет вступление в объединение по торговле срочными контрактами на товары. Это объединение (пул) работает примерно на тех же принципах, что и взаимный фонд для покупателей срочных контрактов. Согласно данным комиссии по торговле срочными контрактами на товары, в 1982 году существовало 827 таких объединений по сравнению с 532 в 1979 году. В пуле, как и в инвестиционном фонде открытого типа по покупке акций, инвестор покупает доли участия - минимально 5 по 1000 долларов за каждую. Он выплачивает единовременный комиссионный сбор в размере 70 долларов за долю участия. В некоторых пулах предусмотрены выплаты, но чаще всего прибыль и потери в равной степени распределяются между долями участия и выплачиваются, когда покупатель продает их. Инвесторы, вкладывающие деньги в такие торговые пулы, пользуются всеми преимуществами рынка срочных контрактов, не заботясь о том, что им могут прислать требование о внесении дополнительного обеспечения. Им также не приходится принимать срочных и неотложных решений, когда ситуация на рынке начинает ежеминутно меняться. Даже в период 1980-1981 годов, которые в общем были неблагоприятны для торговли товарами широкого потребления, дела пулов шли хорошо. Из 36 пулов, деятельность которых была проанализирована чикагской брокерской фирмой Norwood Securities, которая сама операций по торговле срочными контрактами на товары не проводит, половина имела чистую прибыль на стоимость доли участия, составлявшую в среднем 26.3%. Другая половина таких объединений потерпела убытки, составляющие в среднем 12.8%. Из девятнадцати пулов, существовавших к началу 1981 года, одиннадцать получили среднюю прибыль 32.9%, средние потери других составили 15.3%.

О торговле срочными контрактами можно прочитать:

Stanley W. Angrist, Sensible Speculating in Sommodities (Simon & Schuster).

Commodities Magazine, журнал, издаваемый ежемесячно.

Tewdels, Harlon, and Stone, The Commodity Futures Trading Guide.

Золото

До Великой депрессии тридцатых годов американцы могли иметь столько золота, сколько хотели. Золотые монеты были легальным товаром. Но по принятому в 1934 году Закону о золотом резерве было запрещено хранение золота в слитках, если оно не предназначено для промышленных целей. Была установлена также твердая цена на золото в размере 35 долларов за унцию. С этого времени и по 1968 год цена на золото оставалась постоянной, несмотря на то, что цены на все остальное возросли многократно. В 1968 году Пул по золоту, основанный Соединенными Штатами Америки и семью другими крупными западными государствами для торговли золотом по стабильной цене 35 долларов за унцию, прекратил свое существование из-за сильно возросшего спроса иностранных инвесторов на этот металл. Золото стало продаваться по свободной цене. К началу восьмидесятых годов, когда президент Форд запретил продажу золота американцам, цена поднялась до 875 долларов за унцию. С тех пор цена на золото упала и установилась на уровне примерно 40% от этой величины, хотя люди, помешанные на золоте - их хватает везде - предсказывают возможный новый рост цены на него, который превысит даже тот немыслимый уровень.

На рынке золото является чистейшим капиталовложением, наилучшим образом страхующим от потерь. Это международное признанное средство обмена. Его можно перевозить. И, в отличие от денежной наличности, оно обладает внутренней ценностью. Во времена политической и экономической нестабильности люди вновь обращаются к золоту, как к средству обмена. Вот почему цена на золото поднимается во периоды растущей инфляции (и падения процентных ставок), и по той же причине цена на золото всегда подскакивает, когда в мире не спокойно. Золото - товар времен кризиса. Оно хорошо идет, когда становится плохо, или ожидается, что будет еще хуже.

Вот пять основных путей инвестирования в золото:

(1) Срочные контракты на покупку золота, позволяющие купить определенное его количество по фиксированной цене в течение определенного срока. Как и все другие виды срочных контрактов - это спекуляции закрытого типа только для искушенных спекулянтов.

(2) Золотые акции - доли участия в американских, канадских и южноафриканских рудниках, продающиеся на крупнейших биржах. По некоторым из них, особенно по южноафриканским, можно получать значительные дивиденды из-за политической нестабильности в стране.

(3) Золотые взаимные фонды, оперирующие с большим количеством таких акций золотых рудников.

(4) Золотые слитки: их можно купить при посредничестве крупных брокерских фирм, например, Merrill Lynch. С помощью которых можно обеспечить также страхование и хранение.

(5) Золотые монеты старинной и современной чеканки. Современные

золотые монеты представляют собой слитки, продающиеся по цене несколько выше цены того золота, которое пошло на их изготовление. Американская биржа золотых монет - отделение Американской фондовой биржи - сделала золотые монеты самым доступное средство вложения денег в золото для большинства американцев, когда стала торговать мексиканскими песо, австрийскими кронами и другими золотыми монетами по цене, которая определяется количеством содержащегося в них золота плюс примерно 2% комиссионного сбора. Покупатели могут избежать местных налогов на продажу, отдав свои монеты на хранение в Делаварское хранилище, контролируемое биржей. Подобные покупки возможны через главные брокерские фирмы, уполномоченные осуществлять такие сделки.

Серебро

Когда Александр Гамильтон основывал денежную систему страны, он установил, что цена серебра должна составлять одну шестнадцатую часть от цены золота. С тех пор цены на серебро в основном соответствовали этому соотношению. Но в начале 1980 года, когда цена на золото достигла рекордного уровня - 875 долларов за унцию, повышение цены на серебро пошло своим путем, но тоже очень быстро. Цена на серебро, подогреваемая увеличивавшимися покупками с маржей, производимыми братьями Хант из штата Техас, всего за несколько месяцев подскочила с 10 до 50 долларов за унцию. Затем в дело вмешалась Комиссия по торговле товарами широкого потребления, потребовавшая, чтобы эти спекулятивные покупки с маржей были гарантированы дополнительным денежным обеспечением. Тогда цена на серебро начала падать со скоростью, превышающей скорость ее роста, до тех пор, пока не упала до 5 долларов за унцию, в то время как золото продавалось по цене 350 долларов за унцию. Прежнее соотношение цен серебра и золота в пределах 16:1, восстановившееся после повышения цен на серебро в 1980 году, упало до рекордно низкого уровня 60:1.

Как и золото, серебро представляет собой кризисный металл, естественную стоимость которого люди используют в тех ситуациях, когда бумажные деньги теряют ценность. Но поскольку серебро настолько дешевле, чем золото, его не так легко перемещать. Если учесть, что в настоящее время цена серебра составляет примерно одну пятидесятую часть от цены золота, то физический серебра, стоящего, например, 10000 долларов, будет в пятьдесят раз больше и в пятьдесят раз тяжелее, чем золото, за которое уплачена та же сумма. Недостаточная портативность серьезно уменьшает ценность серебра как средства инвестирования на случай кризиса. Однако, серебро широко применяется в различных отраслях: в фотографии, стоматологии и промышленности. Хроническая нехватка серебра объясняется разницей между ежегодной его потребностью и добычей. Это заставляет многих экономистов-аналитиков, специализирующихся по драгоценным металлам, считать серебро, особенно учитывая теперешние цены на него, очень хорошим долговременным способом инвестирования, вопреки неоднократным попыткам правительства пустить в продажу огромные его запасы, а также несмотря на то,что у населения хранится немало серебра в виде украшений и монет, выбрасываемых на рынок при любом повышении цен на

него.

Как и золото, серебро можно приобрести на рынке срочных контрактов в форме акций серебряных рудников (хотя не существует инвестиционных фондов открытого типа, которые занимались бы исключительно серебряными акциями). Можно купить серебро в виде слитков или в виде монет. Большинство брокерских фирм может приобрести для вас серебро в виде брусков, весом в одну, двадцать, пятьдесят, сто, или тысячу унций. Такие бруски должны иметь международное пробирное клеймо. Что же касается монет, то все эксперты согласны с тем, что лучше всего покупать монеты, отчеканенные в Соединенных Штатах до 1976 года. Тысяча долларов, содержащаяся в монетах, весит примерно пять с половиной фунтов и содержит 71.5 унций серебра. Коллекционные монеты могут продаваться по ценам, превышающим цену чистого серебра, содержащегося в монетах. В настоящее время несколько крупных компаний, занимающихся добычей серебра, планируют начать чеканку своих собственных монет весом в одну унцию. Однако, пока нет официального рынка для торговле такими монетами.

Другие металлы

Еще одним драгоценным металлом, активно продаваемым и покупаемым на мировых рынках, является платина. Это очень ценное сырье для большого числа промышленных процессов, и к тому же это очень редкий металл. Платины добывается ежегодно в мире в двадцать раз меньше, чем золота. Платину можно приобрести на биржах по срочным контрактам, так же, как и родственный металл палладий. Кроме золота и серебра таким образом можно приобрести только эти металлы. И платину, и палладий можно также приобрести в виде слитков, хотя такие сделки редки, и на их заключение требуется время.

Из недрагоценных металлов наиболее высоким спросом пользуется медь. Срочные контракты на покупку меди можно приобрести на любом рынке по торговле товарами. Другими промышленными металлами, рынок которых очень активен, но не имеют практического значения для индивидуальных инвесторов, являются алюминий, сурьма, свинец, железо, ртуть, олово, сталь и цинк. Ежедневные котировки по всем этим металлам публикуются в Wall Street Journal и в New York Times.

В начале восьмидесятых годов возникла другая очень интересная область инвестирования - стратегические металлы. В их число входят: титан, кобальт, хром, марганец, тантал, индий, родий, ванадий и еще несколько других. Все они имеют весьма узкую область промышленного применения. Некоторые из них нужны для производства оружия. В 1981 году президент Рейган объявил о своем намерении незамедлительно возобновить истощившиеся запасы стратегических металлов Соединенных Штатов. Они добываются главным образом в Южной Африке и России. Сложная политическая ситуация и истощение запасов этих металлов может привести к резкому взлету цен на них. Индивидуальные инвесторы могут вкладывать деньги в стратегические металлы, покупая некоторые их количества через брокеров. или приобретая акции компаний, которые их используют. Или в ближайшее время у них появится возможность присоединиться к инвестиционным пулам или товариществам, которые будут покупать эти металлы для своих инвесторов.

Покупать стратегические металлы сложно по многим причинам: не

существует специальных бирж или рынков срочных контрактов; торговля осуществляется через дилеров путем прямых переговоров; цены на не публикуются в прессе (и вообще на эту тему не существует никаких публикаций); эти металлы производятся в различных видах, что сильно усложняет проблему; рынок их очень узок; и, кроме того, как и всякая другая "горячая" сфера инвестирования, стратегические металлы не обделены вниманием со стороны теневых дельцов. Вот почему те немногие крупные брокерские фирмы, управляющие этой сферой, предъявляют высокие требования к потенциальным клиентам: доход не менее 25000 долларов в год, общая сумма капитала - по меньшей мере 75000 долларов, причем в эту сумму не должна входить стоимость дома, а стоимость капитала в ликвидной форме должна составлять 20000 долларов. Кроме того, клиент обязан представить письменное подтверждение, что предупрежден обо всех возможных опасностях. Обычно 25% от стоимости покупки стратегических металлов вносится заранее, а остаток выплачивается в течение двух дней после заключения сделки. Комиссионные сборы за такого рода покупки достигают 5% от суммы сделки плюс сборы за страхование и хранение.

Дополнительно прочитать по поводу инвестирования в золото, серебро и другие металлы можно:

Donald Hoppe, How to Invest in Gold Coins;
Donald Hoppe, How to Invest in Gold Stocks;
Jerome Smith, Silver Profits for the Eighties;
Gordon McLendon, Get Really Rich in the Soming Super Metals Boom;
Changing Times Magazine (November 1981), "Behind the Hype for Strategic Metals";
Gold Newsletter.

Монеты, драгоценные камни и другие предметы коллекционирования

В дополнение к золотым и серебряным монетам, которые находятся в текущем обращении или выпускаются в настоящее время для продажи инвесторам, существует другой вид монет - коллекционные монеты, иногда очень старой чеканки, которые ввиду своей редкости продаются с существенной наценкой сверх той цены, по которой монеты современной чеканки. Покупая коллекционные монеты необходимо сопоставлять цены, условия и гарантии. Такие монеты могут быть куплены у местных дилеров, но цены на некоторые редкие монеты у разных дилеров могут значительно различаться. Две самые крупные фирмы - Numisco в Чикаго и Deak Perera в Нью-Йорке - гарантируют качество и надежность своих монет.

Драгоценные камни - это еще одна область инвестирования, которая в последние годы стала пользоваться пристальным вниманием публики. Драгоценные камни могут быть приобретены в необработанном, в ограненном виде, а также как элементы старинных или современных ювелирных изделий. Самостоятелен и очень активен рынок алмазов. Торгуют также драгоценными камнями происходит также в двух других видов: во-первых, цветными драгоценными камнями (рубины, изумруды, сапфиры), и, во-вторых, полудрагоценные камни (опалы, топазы, аквамарины, турмалины, аметисты, гранаты и т.д.) Розничные наценки на драгоценные камни очень велики, так что инвесторам следует приго-

товиться к тому, что их придется очень долго хранить, чтобы получить хорошую прибыль. Качество камней и огранки также очень важно, поэтому для того, чтобы заниматься торговлей драгоценными камнями необходим определенный опыт в оценке камней. До недавних пор индивидуальный инвестор, решивший вкладывать деньги в драгоценные камни, должен был обращаться либо к розничному торговцу, либо к частным лицам, либо идти на аукцион. В последнее время, однако, несколько крупных брокерских фирм ведут переговоры о создании "алмазных трастов", которые позволят мелким вкладчикам иметь доли участия в коллекциях алмазов, предназначенных для инвестиционных целей. Ожидается, что минимальный размер пая в таких трастах составит 1000 долларов.

Возможности вкладывать деньги в коллекционирование практически неограничены. Покупают произведения искусства, антиквариат, марки, автографы, редкие книги, старинные машины, коллекционные вина, бейсбольные карточки. Практически все эти предметы, возбуждающие эстетическое чувство или ностальгические воспоминания у многих, могут быть потенциальными предметами коллекционирования. Чтобы успешно ориентироваться на коллекционном рынке, потребуются: (1) знания. Необходимо узнать все, что только возможно о той специфической области инвестирования, в которую вы собираетесь вступить; (2) страсть. Если вас не интересует то, что вы коллекционируете, то, возможно, ваши усилия будут более плодотворными, если вложить деньги не в такую специфическую область; (3) качество. Любой знаток скажет вам, что именно лучшие образцы любой коллекции будут оцениваться и проданы быстрее всего, если вы захотите их продать; (4) информация. Необходимо знать, где купить. В этой сфере цены и качество варьируются в значительно более широких пределах, чем в любой другой сфере инвестирования.

Большинство предметов, предназначенных для коллекционирования, например, монеты и драгоценные камни, можно приобрести или у розничных торговцев, или на аукционе. Самыми крупными интернациональными аукционными фирмами являются Sotheby's и Phillips. Они начали свою деятельность с продажи произведений искусства, а затем постепенно раздвигали ее рамки, охватывая все мыслимые области коллекционирования. В начале восьмидесятых годов несколько мелких региональных брокерских фирм пытались экспериментировать, создавая пулы, покупавшие монеты, марки и произведения искусства. Минимальная доля участия в таком пуле оценивалась в 10000 долларов. Привлекались опытные консультанты, знатоки этих видов коллекционирования, которые и приобретали "коллекционный портфель" для этих пулов. Главный расчет делался на то, что купленные предметы будут со временем повышаться в цене, что приведет к повышению цены за долю участия. Развитие этой идеи было прервано из-за понижения цен на предметы коллекционирования в 1981 году. Но поскольку эта идея время от времени возрождается, вполне вероятно, что объединения такого типа возникнут вновь, когда цены на эти товары начнут вновь подниматься.

Дальнейшее чтение: все, что должен знать начинающий или опытный коллекционер, он может найти в текущих или старых номерах Collector Investment Magazine. Это изумительный журнал, необыкновен-

но интересный, всесторонний, понятный. Он поможет сориентироваться в новейших течениях на всех рынках "редкостей". Можно прочитать еще Bowerd and Ruddy Galleries, High Profits from Rare Coin Investments; Michael Freedman, The Diamond Book.

Недвижимое имущество

В течение семидесятых годов самым надежным видом инвестирования, в наибольшей степени защищающим вклады от инфляции, оказалось недвижимое имущество. В некоторых местах цены на него возросли на 500% и даже на 600% в течение десяти лет. Платя 9% по закладным, когда темпы инфляции достигали 15%, покупатели домов на самом деле платили за возможность в дальнейшем жить в них, а также использовать инвестиции для снижения налогов. В то время казалось, что лучшего способа вложения денег и не придумать. Но, тем не менее, в начале восьмидесятых годов, когда выросли процентные ставки,которые нужно было платить по закладным, а темп инфляции замедлился, оставалось неясным, будет ли продолжаться прирост цен на дома на прежнем уровне, с учетом скрытого возрастания спроса, вызванного бумом рождаемости, а также с учетом того, что долгое время строительство велось не очень активными темпами.

Но, когда спрос на недвижимость резко подскочил, получили распространение различные методы приобретения земельных участков, коммерческой и жилищной собственности. Во время подготовки данной книги еще была возможность купить недвижимое имущество в традиционной форме: дома, являющиеся собственностью одной семьи, многоквартирные дома или участки земли. Такие сделки обычно оформляются у маклера по операциям с недвижимостью. Но, кроме того, появились возможности приобретения кооперативных домов и домов, находящихся в совместном владении, а также покупки в рассрочку домов для отдыха, оформления выгодных вторичных закладных, приносящих прибыль в течение трех-пяти лет. Возможно также приобретение на различных фондовых биржах долей участия в инвестиционных трастах открытого типа, занимающихся операциями с недвижимостью. Можно вступить в товарищества, представляющие собой объединения типа пулов, основанные и руководимые различными брокерскими фирмами и членами синдикатов, или в партнерства типа "богатый дядюшка", которые помогают покупателям недвижимости, не имеющим достаточного количества наличных денег для выплаты первого взноса. Возможно также вложение денег в объединения по торговле строевым лесом, подобные созданным в 1981 году корпорацией First Atlanta. В настоящее время существует столько способов вложения капиталов в недвижимость, сколько может найтись желающих это сделать. Но многочисленные сложности увеличивают возможность убытков. Те люди, которые хотят заняться вложением денег в недвижимость, должны быть осторожными и очень хорошо информированными.

На эту тему можно прочитать:

Robert G. Allen, Nothing Down (Simon & Schuster);

Harcourt, Brace and Jovnovich Newsletter Bureau, Rel Estte Investment Letter (ежемесячное издание);

Albert Lowry, How You Can Become Financially Independent by Investing in Real Estate (Simon & Schuster);

George Maier, Guide to Successful Real Estate Investing (Prentise-Hall);
Maury Seiden and Richard Swesnick, Real Estate Investment Strategy (John Wiley).

Иностранная валюта

Поскольку мир все быстрее и быстрее изменяется с каждым годом, то экономические условия каждой отдельной страны и темпы инфляции все больше зависят от уровня развития соседей и торговых партнеров. Таким образом, то, какой суммой располагает инвестор, становится не менее важным, чем то, во что именно он вкладывает деньги. Поскольку каждая монета, являются таким же товаром, как пшеница и сахар, таким же средством обмена, как золото или серебро, то в конце семидесятых и в начале восьмидесятых годов деньги стали столь же популярным орудием международного инвестирования, как акции и облигации. Когда шведский франк дорожает на 30% в год по сравнению с американским долларом, когда на американском рынке одновременно происходит понижение на 20%, инвестор, купивший на свои доллары определенное количество франков, а не акции компании General Motors или U.S. Steel, не только сменил национальную окраску своих денежных вкладов, но и нашел прекрасный способ инвестирования, избавившись от более слабой валюты и приобретя более сильную.

Вероятно, по сравнению с остальными возможностями вложения денег среднего инвестора в большей степени испугает перспектива сделки с валютой. Торговля иностранной валютой многим кажется весьма своеобразным видом предпринимательства, так как считается, что такие сделки по плечу только очень богатым людям, да и сама торговля кажется опасной: ведь в обмен на свои настоящие деньги покупатель получает какие-то сомнительные бумажки - незнакомое для него средство обмена, имеющее хождение где-то в дальних странах. Но все-таки покупка иностранной валюты - один из самых простых и подходящих видов инвестиционной деятельности.

Существуют четыре способа инвестирования денег в иностранную валюту. Вы можете купить срочный контракт на покупку этой валюты на одной из специализированных бирж. Это неплохой способ преуспеть, если вы уверены в том, что она в течение короткого промежутка времени сильно поднимется в цене. Возможно заключение срочных контрактов на покупку канадских долларов, швейцарских франков, японских иен, западногерманских марок, английских фунтов, мексиканских песо, нидерландских гульденов и французских франков. Вы можете также приобрести иностранную валюту непосредственно в банке или воспользовавшись услугами маклера по операциям с иностранной валютой. Вы можете приобрести валюту в виде банкнот или в виде чеков с указанием вида валюты.

Третий способ инвестировать деньги в иностранную валюту - открыть счет в швейцарском банке. Швейцарский банк оказывает огромное число разных услуг: ведение чековых и сберегательных счетов по всем основным видам валют; торговля и хранение драгоценных металлов; покупка и продажа акций и облигаций на крупнейших мировых фондовых биржах; управление счетами с акциями, облигациями, товарами широкого потребления, металлами и так далее; хранение ценностей в сейфах. Общеизвестно, что швейцарские банки наилучшим обра-

зом гарантируют тайну вкладов. Открыть счет в швейцарском банке очень просто. Достаточно выбрать банк, просмотрев соответствующую литературу, и отправить письмо. Вся корреспонденция ведется на английском языке. Вы можете открыть счет с помощью денежного перевода, или располагая персональным или банковским чеком.

Четвертый способ инвестирования денег в иностранную валюту - через *Европейский валютный рынок*. По сертификатам евровалюты можно получать гораздо более высокие дивиденды, чем проценты по сберегательным счетам швейцарского банка. Существуют сертификаты для самых разнообразных видов валютных средств, имеющие срок действия в течение трех, шести или девяти месяцев.

Иностранные акции

Большинство американцев уверено, что рынок акций начинается и заканчивается на Уолл Стрит. Но на самом деле рынки акций существуют в Лондоне, Париже, Цюрихе, Милане, Гонконге - во всех крупнейших городах мира. В конце семидесятых и начале восьмидесятых годов, когда на американском рынке царил застой, многие из этих бирж процветали. Тогда же японские и немецкие компании стали наращивать свои индустриальные и технологические мускулы, Австралия и другие страны бассейна Тихого океана добывать и продавать свои богатейшие природные ресурсы. Произошло смещение капиталов из развитых индустриальных держав в третий мир. И это явление не временное.

Сейчас так же легко купить акции любых иностранных компаний, как приобрести десять акций IBM. Вы можете открыть счет у иностранного брокера так же, как вы это делаете здесь. У вас есть возможность вложить деньги в любую из сотен иностранных акций из самых разных стран, которыми торгуют на американских фондовых биржах в виде сертификатов о депонировании в банке иностранных ценных бумаг (ADRs). Или, наконец, сам удобное и разумное для среднего американского инвестора, вы можете выбрать любой из взаимных фондов, который вкладывает деньги исключительно в иностранные акции. В настоящее время существует более двух десятков таких фондов, и число их постоянно увеличивается. Некоторые фонды вкладывают средства в определенные регионы, например, Merrill Lynch's Pacific Fund и Japan Fund. Это дает шанс американским инвесторам, считающим, американские биржи менее перспективными, расширить географические рамки их деятельности и индустриальное содержание портфелей акций вкладами в иностранную промышленность. Более подробную информацию вы можете получить от своего брокера.

Более глубокие знания об иностранных валютных средствах и акциях вы можете получить из следующей литературы:

Harry Browne and Terry Coxon, Inflation Proofing Your Investments (Warner Books);

Adrian Day, Investing without Borders (Alexandria House Books);

Paul Einzig, A Textbook on Foreign Exchange (St. Martin's);

Mark Skousen, High Finance op a Low Budget (Bantam Books);

Young's World Money Forecast (ежемесячное издание).

Фонды рынка краткосрочного капитала

"Богатые богатеют, а бедные заводят детей." Когда речь заходит о процентах, получаемых различных рыночных средствами, то считается, что богатые могут всегда получить высокие доходы от своих крупных депозитов, тогда как средний инвестор может рассчитывать только на 5.25% по простому сберегательному счету. Так и было до тех пор, пока один финансовый предприниматель не понял, что если удастся собрать вместе достаточное количество людей, располагающих небольшими суммами, то все они будут иметь столько же денег, сколько один крупный инвестор. Тогда они или их представитель могут пойти в любой банк, в любую корпорацию или в казначейство и, вложив эту сумму денег, получать по ним максимально возможный процент. Этим и занимаются фонды рынка краткосрочного капитала. Они собирают вместе деньги мелких вкладчиков, инвестируют их в краткосрочные сделки, взимают невысокий процент от дохода, приходящегося на весь портфель акций, в качестве платы за услуги, затем возвращают остальное индивидуальным инвесторам в той пропорции, в которой ими были вложены эти деньги. В начале 1982 года таких фондов существовало более ста, и число их росло с каждой неделей. Из них примерно два десятка инвестировали средства исключительно в правительственные ценные бумаги, так как их главной целью было обеспечение безопасности вклада. Портфели всех остальных содержали ценные бумаги в такой пропорции: 38.6% коммерческих бумаг (обращающихся на рынке краткосрочных обязательств крупных компаний, не имеющих специального обеспечения); 15.2% - соглашения о покупке ценных бумаг с последующим выкупом по обусловленной цене (в основном это были государственные ценные бумаги); 12.2% - депозитные банковские сертификаты; 11.2% - европейские и американские долларовые инвестиции (депозитные сертификаты иностранных банков); 9.2% - банковские акцепты (обычно для финансирования иностранной торговли); 7.7% - ценные бумаги федеральных агентств и 7.1% - казначейские векселя.

Поскольку и правительство, и корпорации постоянно нуждаются в кредитах, в фонды рынка краткосрочного капитала поступал доход от 15% до 17% в течение 1981 года. Конечно, крупный инвестор, который может за один раз отдать 100000 долларов за банковский депозитный сертификат или за краткосрочную коммерческую бумагу, имеет возможность вести переговоры с банком или с брокером о повышении ставки процента на пункт или выше, то есть он может получить более высокий процент, чем обеспечил бы ему любой фонд рынка краткосрочного капитала. Но по крайней мере, разрыв между доходами, которые получают миллионеры, и доходами, доступными мелким инвесторам, сузился до приемлемых значений с помощью этого популярного инвестиционного новшества, введенного в семидесятых годах.

Теперь все брокерские фирмы включают в перечень своих услуг продажу долей участия в фондах рынка краткосрочного капитала.

Литература:

William E. Donoghue, Complete Money Market Guide (Bantam Books);
Donoghue's Market Guide (24 выпуска);
Money Fund Safety Ratings (ежемесячное издание);
Paul Samoff, The Smart Investor's Guide to Money Market (Signet Books).

Налоговое прикрытие

Понятно, что не будет толка от какого бы то ни было инвестиционного плана, если вы не сохраняете хотя бы часть тех денег, которые получаете, следуя ему. А важнейшим гарантом того, что вы сохраните хотя бы маленькую часть дохода от ваших инвестиций, всегда было федеральное налоговое законодательство. Но, тем не менее, сейчас, налоговый инспектор отбирая часть вашего дохода, он что-то и дает, потому что правительство сделало важное открытие: если облагать слишком высокими налогами те прибыли, которые инвестор получает, рискуя в какой-то степени своим капиталом, то очень скоро не останется людей, готовых идти на такой риск. А когда нет капитала, который вкладывается в рискованные предприятия, то бизнес перестает развиваться. Прекращение роста бизнеса означает, что вскоре не будет работы, не будет налогов, правительства, и, в конце концов, самой страны.

С учетом этого правительство приняло некоторые дополнения к правилам федерального налогообложения, позволяющие инвесторам защищать часть своей прибыли и прироста капитала, полученных в результате инвестирования определенных отраслей. Это налоговое прикрытие осуществляется в форме уменьшения налоговых выплат, освобождения от них или в форме отсрочки платежей. Налоговые эксперты и предприниматели разработали и внедрили большое количество разнообразных программ, предназначенных для того, чтобы помочь инвесторам всех налоговых категорий использовать возможные преимущества такого прикрытия. В предыдущих главах мы рассматривали два наиболее широко распространенных вида защиты инвестиций от налогов. Речь шла о налоге на долгосрочную прибыль от прироста капитала, позволяющем защитить от федерального налогообложения 80% всей прибыли, полученной по акциям, которые находились у одного владельца в течение одного года или больше, а также об освобождении от любых видов налогообложения процентов, полученных по облигациям муниципалитета.

Но в последние годы многие крупные брокерские фирмы организовали собственные отделы по налоговому прикрытию для того, чтобы обеспечить своим клиентам выбор возможностей защиты, подходящих для них и соответствующих их налоговой и семейной ситуации. Инвесторы могут теперь защищать свою прибыль путем инвестирования в определенные формы недвижимости, в исследование нефти и газа, в долгосрочную аренду оборудования, в выращивание домашнего скота, в кинопромышленность, а также самыми разными специфическим образом построенными налоговыми прикрытиями. Эти программы по защите налогов предназначены не для начинающих инвесторов и даже не для людей, получающих средние доходы, которые отдают менее 30% своих доходов в виде налогов. "Налоговые зонтики" начинают действовать при увеличении доходов. Они нужны для защиты вкладов от налогов сегодня, если вы относитесь к достаточно высокой категории налогоплательщиков, когда появляется возможность получить прибыль. Так что затраты на любые виды налоговых прикрытий приобретают смысл, если ваш консультант компетентен и заслуживает доверия. Кого-нибудь рекомендовать или выбрать специалиста из отдела по налоговому прикрытию, работающего при его фирме, может ваш брокер.

Пенсионные программы

Наиболее специализированными могут быть прикрытия от налогов для инвесторов, принадлежащих к категориям налогоплательщиков с наивысшими доходами. Но существует долговременное налоговое прикрытие, которым может воспользоваться каждый. Это пенсионные программы с отсрочкой выплаты налогов в форме индивидуального пенсионного счета, программы Кьоу. Любому американцу следует пользоваться всеми возможностями накопления, предоставляемыми этими программами.

Начиная с 1982 года каждый, кто имеет доход, независимо от того, вносит ли он деньги в пенсионный фонд или нет, может откладывать до 2000 долларов из этого дохода, полученного от производственной деятельности (4000 долларов для совокупного дохода, 2250 долларов для супружеских пар, если не работает один из супругов) на Индивидуальный пенсионный счет (Individual Retirement Account - IRA). Эти деньги автоматически освобождаются от федеральных налогов до тех пор, пока человек не начнет пользоваться этим счетом в возрасте 59.5 лет. Вполне возможно, что к этому времени он окажется в более низкой категории налогоплательщиков. Кроме того, все деньги, которые накапливаются как проценты от этих вкладов, когда они еще являются индивидуальным пенсионным счетом, полностью освобождаются от налогов. Но с тех, кто забирает вклады со своих IRA, взимаются очень высокие штрафы.

Индивидуальный владелец счета IRA имеет широкий выбор возможностей вложения тех денег, которые он вносит в IRA. За исключением тех случаев, когда они вкладываются в государственные пенсионные облигации, инвестирование происходит через опекуна траста, кандидатура которого одобрена IRS. В такие трасты входят банки, кредитные союзы, взаимные фонды, страховые компании и брокерские фирмы. Вы можете иметь столько счетов IRA, сколько вам заблагорассудится, но общая сумма ежегодного вклада на них не должна превышать 2000 долларов. Но ежегодная плата за услуги, взимаемая трастами, делает невыгодным существование слишком большого количества счетов. К тому же, вы можете перемещать деньги со счета на счет один раз в течение года, если только не инвестируете их в так называемое семейство фондов, которое представляет собой взаимный фонд типа Dreyfus или Fidelity, в которых имеется множество различных типов фондов. Внутри таких фондов вы можете перемещать ваши вклады из одного компонента фонда данного семейства в другой по своему желанию и так часто, как вам захочется. Вы должны посоветоваться со своим брокером по поводу выбора инвестиционного плана IRA и внимательно выслушать его рекомендации.

Должны ли вы выбрать доходы с высокими текущими процентами с фиксированной ставкой депозита? Или вам лучше вкладывать деньги в семейство фондов? А может быть вам открыть в своей брокерской фирме счет IRA, который позволит вам по своему разумению выбирать акции в свой пенсионный фонд? Какой бы путь вы ни выбрали, результаты открытия и поддержания плана IRA в его полном объеме будут потрясающими: если вам удастся ежегодно вкладывать по 2000 долларов начиная с возраста 29.5 лет, то при темпах роста 10% в год вы будете иметь к 59.5 годам более 360000 долларов.

Программы Кьоу - это IRA для людей, не работающих по найму. Они функционируют практически так же как IRA, с той лишь разницей, что люди, вкладывающие деньги в программу Кьоу, могут вносить до 15% своего годового дохода, но не более 15000 долларов в год. Эти люди могут одновременно иметь и IRA.

Какой бы вид пенсионного счета вы ни предпочли, следует с помощью своего банкира или брокера выбрать один. Эти планы не только прекрасный способ скопить некоторую сумму денег для выхода на пенсию, но, главным образом, но и беспрецедентная возможность защитить от налогов часть ваших сегодняшних доходов и всю ту прибыль, которая будет в дальнейшем получена на эти деньги.

На тему налогового прикрытия и пенсионных планов можно почитать:

William Drollinger, Tax Shelters and Tax Free Income for Everyone (Epic);

Robert and Carol Tannenburg, Tax Shelters: A Complete Guide (Harmony Books);

The Retirement Letter (ежемесячное издание);

Tax Shelter Digest (ежемесячное издание).

Счет по управлению наличностью

В начале восьмидесятых годов крупные брокерские фирмы и другие финансовые институты начали развивать программы по объединению всех своих услуг на одном счету. Пионером в этой области стал счет по управлению наличностью (cash management account), впервые открытый компанией Merrill Lynch. Такой вид счета позволяет клиентам, имеющим на нем не менее 20000 долларов, выписывать на него чеки, использовать по нему специальные кредитные карточки Visa, покупать акции, облигации, золото и любые другие многочисленные продукты, торговлей которыми занимается Merrill Lynch. Вы можете платить полностью или осуществлять покупки с маржей. Все сделки записываются на месячный баланс, и весь остаток наличности переводится на счет и вкладывается в фонд рынка краткосрочного капитала с целью получения дополнительного дохода. В настоящее время счета по управлению наличностью (CMA) и их многие другие являются чрезвычайно полезным орудием, которое американское брокерское сообщество использует для того, чтобы устранить все запутанные расчеты и слить воедино все различные инвестиционные возможности, открытые для среднего инвестора. Безусловно, еще ждут своего момента новые возможности инвестирования, а также способы сделать их более понятными и доступными для широкой публики.

Оглавление

Предисловие к седьмому американскому изданию 6
Как читать эту книгу 7
Глава 1. Чем инвестиции полезны вам 9
Глава 2. Что нужно знать об обычных акциях 14
Глава 3. Как продаются новые выпуски акций 22
Глава 4. Что необходимо знать о привилегированных акциях 27
Глава 5. Что необходимо знать об облигациях и инвестиционно-учредительской деятельности банков 34
Глава 6. Как регулируются новые выпуски ценных бумаг 48
Глава 7. Что вы должны знать о правительственных и муниципальных облигациях 55
Глава 8. Как продаются и покупаются акции 64
Глава 9. Сколько стоит покупка акций 74
Глава 10. Как работает фондовая биржа 83
Глава 11. Как устроен рынок 96
Глава 12. Как продавать большие партии акций 107
Глава 13. Как выполняются мелкие распоряжения 114
Глава 14. Ежемесячные и другие способы накопления 120
Глава 15. Другие биржи в Америке и Канаде 127

Глава 16. Как работает внебиржевой рынок 133
Глава 17. Инвестирование или зачем нужен брокер 147
Глава 18. Как вести дела с брокером 153
Глава 19. Как открывается брокерский счет 160
Глава 20. Что значит играть на бирже 170
Глава 21. Как покупать акции с оплатой части суммы за счет кредита 179
Глава 22. Что значит продавать без обеспечения 188
Глава 23. Опционы - действительность и фантазии 196
Глава 24. Каким образом работает рынок 208
Глава 25. Как разобраться в сообщениях по финансовым вопросам 221
Глава 26. Советы по финансовым вопросам - за плату 230
Глава 27. Как вам может помочь брокер 243
Глава 28. Возможно ли "победить рынок" 254
Глава 29. Что такое инвестиционный фонд 265
Глава 30. Почему нужно инвестировать, если есть такая возможность 284
Глава 31. Насколько хороши обычные акции для инвестирования 289
Глава 32. Как вкладывать деньги, если есть такая возможность 297
Глава 33. Когда следует продавать акции 306
Глава 34. Фольклор биржевого рынка 314
Глава 35. Кто владеет акциями 320
Глава 36. Обзоры акций 327
Глава 37. Альтернативные области для инвестиций 333

Наконец-то увидела свет книга для начинающего инвестора - простая и ясная, как дважды два.

New York Times

Это издание было и остается настольной книгой любого инвестора, заинтересовавшегося рынком ценных бумаг и решившего выяснить - какие же выгоды ему это принесет.

M-G Financial Weekly

Книга Льюиса Энджела буквально перенасыщена важной и достоверной информацией. Вы не зря потратите время, читая "Как покупать акции".

Financial World

"Когда я был редактором отдела бизнеса, то обязывал каждого нового репортера изучить книгу "Как покупать акции".

Bill Boyl, -

ведущий постоянной колонки по инвестированию Chicago Tribune